萧条经济学的回归

THE RETURN OF DEPRESSION ECONOMICS

朱文晖 王玉清 译
黄卫平 校

[美] 保罗·克鲁格曼 著
PAUL KRUGMAN

中国人民大学出版社

THE
RETURN OF
DEPRESSION
ECONOMICS

著作权合同登记号
图字:01-1999-2118号

责任编辑 闻 洁
封面设计 季 芳
版式设计 徐力坚

保罗·克鲁格曼，这个五年前曾预言“亚洲经济危机”的世界著名经济学家，如今又向人们发出了“大萧条”的警示，并且将两年来的东亚金融危机及其对全球经济的冲击，与30年代的大萧条相提并论，这不得不引起人们的关注。

在这本新书中，克鲁格曼以大师的真知灼见、生动流畅的语言，带领我们清醒地回顾了最近两年的全球经济危机，并且针对目前世界性的经济衰退，开出了简单的“药方”。他在书中的分析和结论，对我们了解当前中国经济中的现实问题，同样有极大的帮助。

本书是为希望了解全球重大经济事件的人们而写的，并且适合于任何知识背景的读者。

ISBN 7-300-03193-5

9 787300 031934 >

ISBN 7-300-03193-5/F·960
定价：18.00元

萧条经济学的回归

THE RETURN OF DEPRESSION ECONOMICS

F-113.7
K42

[美] 保罗·克鲁格曼 著
PAUL KRUGMAN

朱文晖 王玉清 译
黄卫平 校

A0929960

中国人民大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

萧条经济学的回归/[美]克鲁格曼著；朱文晖、王玉清译
北京：中国人民大学出版社，1999
书名原文：The Return of Depression Economics

ISBN 7-300-03193-5/F·960
Ⅰ. 萧…
Ⅱ. ①克…②朱…
Ⅲ. 萧条(经济)-经济危机-研究-世界
Ⅳ. F113.7

中国版本图书馆 CIP 数据核字(1999)第 22500 号

萧条经济学的回归
[美]保罗·克鲁格曼　著
朱文晖　王玉清　译
黄卫平　校

出版发行：中国人民大学出版社
(北京海淀路 157 号　邮编 100080)
发行部：62514146　门市部：62511369
总编室：62511242　出版部：62511239
E－mail: rendafx@public3.bta.net.cn
经　　销：新华书店
印　　刷：涿州市星河印刷厂

开本：850×1168 毫米 1/32　印张：8.5 插页 2
1999 年 8 月第 1 版　1999 年 8 月第 1 次印刷
字数：148 000

定价：18.00 元
(图书出现印装问题，本社负责调换)

1997年7月1日

第1章

没有人认识到，1997年夏天是世界新秩序的转折点。资本主义在新兴市场上的成功，并不像看起来那么坚不可摧。在随后18个月内发生的一连串金融灾难，令世界繁荣蒙上了阴影。

也许，香港的精英们对回归的盛大场面已经慢慢地淡忘了。但是，宏伟的会展中心新翼的建筑施工并没有停顿，争分夺秒的人们要赶在国际货币基金组织和世界银行年会之前完成任务。组织这个会议是香港的荣誉，因为这是一项从工业家到投资银行家的成千重要人物参与的盛举。同时，会议的召开也标志着，这不仅是香港经济的成功，也是中国经济的成功，更是亚洲经济作为一个整体的成功。

仰望会展中心的后面，是一座线条柔和的现代化建筑——新世界海景饭店。无可避免地，有的客人会将其混淆为“新世界秩序”饭店，为什么不呢？

当乔治·布什提出世界新秩序的时候，他的撰稿人忽略了希特勒的类似提法，可能也没有考虑到人们对这一提法的反应。但他有一点是对的：90 年代的现实世界，是几年前都无法想像的。例如，当香港回归中国，作为一个“特别行政区”最终成为中国的一个不可分割的组成部分时，人们会怎么看待 7 月 1 日这天的最初几分钟发生的事情（或者说没有发生的事情）呢？有些人担心，回归会逐渐影响香港这个城市的自由经济，但没有人担 心北京会在这里实行社会主义制度；相反，当中国收回香港时，香港的意识形态却进入了中国：一个原来将任何被怀疑有资产阶级意识的人遣送到农村劳动改造的国家，如今却致力于邓小平提出的“致富光荣”。因此，回归这天的权力交

接，是“一国两制”的胜利。“一国两制”是如此成功，如此强大，甚至人民解放军都不能去影响其正常的商业活动。

但此时，没有人认识到，1997年夏天是世界新秩序的转折点。资本主义在新兴市场上的成功，并不像看起来那么坚不可摧，在随后18个月内发生的一连串金融灾难，令世界繁荣蒙上了阴影。同时，也再次提出了一个利用“看不见的手”的制度，能否将私人利益整合为公共利益的老问题。让我们暂时忘记这些很快就会得出的痛苦教训，先看看1997年7月1日那天世界发生了什么事。

资本主义的胜利号角

这是一本关于经济学的著作，但经济学本身总是在一定的政治背景下发生的。不了解90年代的基本政治状况，是无法从经济学的角度来把握在1997年这个金色夏天的世界的：东欧的崩溃，它不仅仅是一种政权的垮台，而且代表着人们思想的改变。

非常偶然地，这个过程是从中国开始的。到现在，人们还对邓小平在1978年引导这个国家走向新长征道路的举措感到吃惊，此时距离越南的共产党胜

利只有 3 年，距离中国内部想恢复“文化大革命”的极左派分子被清除只有两年。也许邓小平自己都不十分清楚这条道路会如何继续下去，但经过一段时间以后，世界其他国家的人认识到，中国已经静悄悄地放弃了传统的教条主义。不过，实际上到 90 年代初期为止，中国的转型还不是人们讨论的话题，在当时的畅销书中描述的，无论是世界经济还是欧洲、美国和日本的“巨人之间”斗争的战场，如果提及中国的话，也只是将它当作在即将出现的日元区的一个次要的角色。

然而，90 年代初事情出现了变化，这个变化的“事件”就是前苏联的瓦解。

没有人真正了解前苏联发生了什么事情。从各种线索中，我们只知道整个前苏联像一座摇摇欲坠的建筑，迟早要崩溃的。但是，这是一个渡过了内战和饥荒的政权，它不可思议地击败了纳粹德国原先提出来的世界秩序，它能够动员科技和工业力量挑战美国的核垄断。它是如何突然以静悄悄的、而不是以轰轰烈烈的方式了结自己的？这应该是政治经济学的最大疑问之一。也许这只是一个时间的问题，看起来革命的狂热，虽然可以在短时间内战胜一切对手，却无法延续至数代人以后。也许，是由于它顽固地拒绝资本主义的合理因素，逐渐盛极而衰了。我个人有一个未经检验的理论，认为亚洲的崛起微妙而深刻地瓦解了前苏联的士气，使其在强调自己在历史上的作用时越来

越缺乏说服力。阿富汗那场难以应付又无法取胜的战争，以及前苏联工业明显无法与罗纳德·里根进行军备竞赛，当然令这个过程更加加快了。但是，不管出于什么原因，1989 年前苏联在东欧的帝国突然瓦解了；1991 年前苏联自身也瓦解了。

整个世界都明显而又细微地体会到了前苏联瓦解的影响，所有这些影响，在那时似乎都预示着资本主义在意识形态和政治上一边倒的优势。

首先，几亿个原先生活在传统社会主义体制下的居民，突然成了准备尝试市场经济的国家的居民。然而，令人震惊的是，在某种程度上，这只是前苏联瓦解的最不重要的后果之一。与大多数人的期望相反，东欧的“转轨经济”并没有很快成为世界市场上的生力军，也没有成为外国投资理想的目的地；相反，大多数地区都在艰难地进行转轨。例如，像意大利的 Mezzogiono 地区一样，民主德国地区成了德国一个永久性贫困的地区，成为社会和财政持续关注的地区。直到发生变革 10 年之后的今天，波兰、爱沙尼亚、捷克共和国等一部分国家，才开始出现成功的迹象。俄罗斯不但自己无法实现向市场经济的转轨，反而借了一大堆外债，它已将自己转变成为一个令世界其他地方都害怕的金融不稳定源泉。但我们将把这个故事放到本书第 7 章去讲。

前苏联瓦解的另一个直接影响是，那些原来依靠

前苏联慷慨捐赠存活的国家，突然要自力更生了。由于部分这类国家被其资本主义对手理想化和偶像化，它们的突然贫困化，以及由此而显示出来的原先的依附性，使这些国家和地区的社会主义运动失去了号召力。当年，古巴是一个英雄的国家，它站在与美国斗争的第一线，是拉丁美洲革命者向往的圣地。古巴的吸引力，甚至远远超过那些远在莫斯科的官僚。前苏联解体之后，古巴的衣衫褴褛，不仅使它自己的幻想破灭，也清楚地表明，它过去的英雄形象正是莫斯科那些官僚的巨额补贴造就的。同样，直到 90 年代，尽管朝鲜政府运转不佳，在激进主义者、特别是韩国大学生心目中，却有某种神秘感。当其居民因为缺少前苏联援助而遭受饥荒时，这种神秘感就消失了。

而且，前苏联的瓦解，也令许多激进运动消失了，虽然这些人声称自己有更纯洁的革命精神，但事实是只有靠莫斯科提供的武器、训练营和资金，他们才能够存活下来。欧洲人都喜欢指出， 70 年代至 80 年代活跃的激进式恐怖分子，像德国的“红旗军”(Baader – Meinhof)，意大利的“红色旅”等等，都声称自己是真正的马克思主义者，强调自己与俄国腐朽的共产党一刀两断了。但我们都清楚，它们极其依靠来自前苏联阵营的援助，一旦失去援助，这些运动也就烟消云散了。

最关键的是，前苏联的失败，毁灭了社会主义计

划经济的梦想。一个半世纪以来，对那些不喜欢自由市场之手的人来说，无论是出于其能力，还是出于其需要，社会主义是一种理论上的源泉。民族主义领导人在反对外国投资和拒绝偿还外债时，搬出的是社会主义的理想；工会在要求增加工资时，使用的是社会主义的华丽辞藻；当需要关税和补贴时，就连商人也以社会主义的原则为诉求。那些在一定程度上实行自由市场经济的政府也小心翼翼，而且是犹抱琵琶半遮面，因为它们总觉得，过分侧重于让市场发生作用，是野蛮的、非人道的和反社会的政策。

但是，现在除中国之外似乎无人再直言社会主义。作为战后人口生育高峰潮的一员，我清楚地记得这个革命性的概念，这个勇敢者推动历史前进的词语，具有何等的魅力。现在，这成了一个悲惨的笑话：经过所有的忏悔和清洗之后，俄罗斯还是像从前那样贫穷和腐败；经过“大跃进”和“文化大革命”之后，中国人终于感觉到赚钱是第一要务。虽然还有激进的左派，他们坚持认为真正的社会主义还没有实验过；虽然也有理智些的左派，他们声称抛弃传统的教条主义，并不必然要成为密尔顿·弗里德曼的信徒。但事实是，资本主义的这个对立面已经与过去大不相同了。

这就是世界新秩序的实质。从 1917 年以来，我们第一次生活在一个私有产权和自由市场成为基本价

值观的世界里，这种观点不再是迫不得已的权宜之计；另一方面，自由市场体制不受欢迎的不平等、失业、不公正则被接受为生活的一部分。正如维多利亚时代一样，资本主义并不仅仅是因为其成功而得到保障，而且是因为它是现实，因为没有人可以提出令人信服的替代方案。

这种局面不可能永远持续下去，肯定会有其他的意识形态和其他的梦想。如果大萧条持续的时间更长，破坏的程度更深，它们来临的时间就更快。但是,在 1997 年这个繁荣的夏天里，资本主义 8 年来似乎第一次不受挑战地控制着世界经济。

驯服商业周期

资本主义稳定的最大敌人是战争和萧条。乔治·布什的新世界秩序，主要是指 1991 年海湾战争后，国际社会已经可以预防未来的战争了。在很大程度上，他并没有指资本主义的胜利会很快到来，不重视经济也正是令他倒霉的地方。这种新世界秩序，已经清楚地告之于波斯尼亚人和卢旺达人了。但前苏联的瓦解，确实给美国军事一个垄断的优势地位，在可以预见的将来，主要战争是很难发生的。

如何看待萧条呢？30 年代的大萧条差点摧毁了资本主义和民主制度，也或多或少直接导致了战争；另一方面，它过后又是工业化国家一代人的持续繁荣。在这个过程中，衰退是短暂而轻微的；复苏是强烈而持久的。到 60 年代末期，美国经历了长时期的无衰退的繁荣，有的经济学家甚至召开了一些类似“商业周期过时了吗？”的研讨会。

这个问题提得太早了：70 年代是“滞胀”的 10 年，即经济停滞与通货膨胀并存的 10 年。正如我在本书的序言中提到的，1973 年和 1979 年的两次石油危机之后，出现了 30 年代大萧条以来最严重的经济衰退。但是，到 90 年代，上述问题再次被提出来了。随着失业率年复一年地下降，股市不断再创新高，越来越多的权威认为，我们确实进入了一个经济稳定的新时代。在 1997 年金色的 7 月，《外交》杂事刊登了一篇名为《商业周期的终结？》的文章，其结论基本拿掉了文章题目的问号。在更强烈的鼓乐声中，同一个月的《触电》（WIRED）杂志刊登了彼得·舒尔茨（Peter Schwartz）和彼得·林登（Peter Leyden）鼓舞人心的文章《长期繁荣：历史的未来》。细细读来，虽然两篇文章都不认为未来可以摆脱偶尔发生的衰退的威胁，但两者都认为严重衰退，更不用说世界性的大萧条，已经被我们抛到一边去了。

由于近期没有严重的经济衰退，你就敢做上述判

断吗？为了回答这个问题，我们需要再次探索理论，首先需要问问我们自己，到底什么是商业周期（business cycle）？特别是，为什么市场经济会经历衰退？

不管你做什么，千万不要回答说答案是显而易见的，即衰退发生的原因是 X，而 X 是你的偏见。事实是如果你仔细想想，特别是你理解和相信市场会令供给和需求平衡的原则之后，你就会发现衰退是一件很特别的事。在经济衰退，特别是严重衰退时，可以看到到处是供给，而需求却无处可寻；有愿意工作的工人，却没有足够的工作机会；有完美的工厂，却没有相应的订单；开设了商店，却没有顾客。如果某几种商品供大于求的话，道理是显而易见的。例如，如果生产商生产了很多比安尼娃娃，而顾客们需要的则是富比斯娃娃，那么，一些比安尼娃娃肯定就卖不出去，这很正常。但总体上看，怎么会缺乏需求呢？难道人们不想把他们的钱花掉吗？

人们在谈论衰退时比较敏感的部分原因在于，衰退的过程很复杂，比较难以理解。我很喜欢用一个例子来描述衰退，同时也表达我自己思想中“跳动的直觉”（intuition pump，看过我以前著作的读者曾听说过这个词语）。这是一个真实的故事，只是我在本书第4章中要利用一些想像力，用它来更好地形容日本的经济困境。

这个故事出现在琼·斯威尼（Joan Sweeney）和理

查德·斯威尼(Richard Sweeney)在 1978 年发表的一篇文章中，该文章的题目是《货币政策与大国会山保姆公司危机》。不要小看这个题目，这是一件很严肃的事情。

70 年代，斯威尼夫妇都是一家保姆合作社的会员。这是一些主要在美国国会工作的年轻夫妇成立的组织，他们愿意彼此之间充当保姆，照顾其他人的孩子。这家公司较大，有 150 对夫妇，这意味着它有足够的保姆，也可以使这个公司运转起来，特别是让每个会员都有活可干，也意味着这不是一件无足轻重的照顾孩子的游戏。

与许多其他的机构(以及其他的实物交换计划)一样，国会山保姆公司通过印刷临时票券来解决问题：每做一个小时的保姆工作（即照顾别人的孩子）可以得到一个单位的票券。在照顾别人的孩子时，担任保姆的夫妇可以从对方获得相应的票券。这套制度设计得很科学，它可以自动保证每对夫妇照顾别人孩子的时间，与别人照顾自己孩子的时间刚好相等。

但事情并不那么简单。人们发现这个制度需要相当数量的票券来流通。连续有几个晚上空闲、又没有马上外出计划的夫妇，要为未来打算积蓄一些票券，这种积蓄行为意味着其他人储蓄的票券会相应减少，因为其他人要把孩子送过来照顾。时间一长，每对夫妇都要积蓄足够的票券，以方便自己外出时可以利

用。而国会山保姆公司印制票券的过程很复杂，夫妇们在加入公司时可以得到一些票券，但在离开时必须偿还；同时，人们还要以票券的形式向管理公司的人员支付工资，等等。这里面的具体细节不重要，关键是到一定时间以后，流通中的票券就不够了，少到无法满足会员需求的程度了。

这个结果很突然。那些觉得自己积蓄的票券不够的夫妇，都急于帮别人照顾孩子，自己不愿再外出。由于一对夫妇外出，就意味着给别人提供了照顾别人孩子的机会，夫妇们不愿意外出则意味着保姆的工作越来越少；这又反过来造成夫妇们更加不愿意外出，如此循环，保姆工作就更少了……

于是，保姆公司的活动进入了衰退。

好了，时间到了，你对这个故事有何感想？

这不是一本关于世界经济危机的书吗？与照顾孩子有何相干？你不要觉得奇怪。认识一个复杂的系统（不管它是全球气候还是世界经济）的惟一方法是利用模型，即将其简化到可以帮助你理解该体制如何运作的程度。有时这些模型包含了一组组的等式；有时包含了计算机程序（像那些每天做天气预报的程序）；有时它们就像进行风洞实验的飞机模型。版本缩小的真实事情可以让人们更好地观察和实验。国会山保姆公司就是一个缩小的经济体，正像飞机模型的机翼起飞，可以让人们理解大型飞机起飞一样；保姆公司的

沉浮，可以给理解真实经济的兴衰提供关键的线索。

如果你不觉得奇怪，而觉得自己被冒犯了：我们不是要在这里讨论一些重要的问题吗，怎么可以拿那些华盛顿雅皮士的故事来作比喻呢！那你就错了。记住我在序言中所说的，我们需要玩脑力游戏，接受精灵古怪的思想；我们现在不仅仅是娱乐，而是在接触问题的实质所在。绝对不要相信那些拒绝玩飞机模型的飞机设计师；绝对不要相信那些拒绝玩经济模型的权威。

我们将会看到，保姆公司的故事不仅可以提出许多怪异的想法，也是解决现实问题的有力武器。经济学家使用的理论模型，主要都是由数学构成的，数学模型一般都比这复杂得多。但在通常情况下，他们的结论可以翻译成保姆公司那样的故事（如果不能的话，通常是这个理论模型出了问题的信号）。在本书中，我会在不同的场合下，几次提到保姆公司的例子。但是，现在让我们来考虑本故事的两个最重要的含义：一个是衰退是如何发生的；另一个则是如何对付衰退。

首先，为什么保姆公司会陷入衰退？不是因为公司成员的工作不好：他们的工作也许不好，也许很好，但这是一个单独的问题。也不是因为该公司有诸如“国会山价值”、“裙带保姆主义”之类的问题，更不是因为保姆公司没有像竞争对手那样采用先进的

照顾孩子的技术。问题不在于保姆公司的生产能力，而只在于缺少“有效需求”：太少的人消费实际的产出（即照顾孩子的时间）了，因为人们都想积蓄现金（即保姆票券）。这个故事对真实世界的含义是：商业周期可能与实质经济的强弱无关，好的经济也可能出现周期问题。

其次，在这种情况下，如何解决问题呢？斯威尼的文章指出，在这种情况下，很难说服公司主要由律师组成的董事会，说这实质是一个技术问题，很容易解决。保姆公司的管理层首先把它当作一个经济学家称之为“结构性”的问题，认为需要采取直接的行动：通过一条规定，要求每对夫妇每个月必须外出至少两次。但是，经济学家的意见逐渐占了上风，票券的供应增加了。结果则是戏剧性的：票券积蓄越多的人，越愿意外出，令保姆工作越来越多，导致更多的人愿意外出，如此等等。保姆公司的总产出 GBP（Gross Baby－sitting Product），即照顾孩子的小时数在急速增加。同样，这不是因为公司成员的工作改善了，也不是公司实施了某种结构性的改革；只是因为流通中的货币简单地增加了。换句话说，简单地印刷钞票就可以治愈衰退，有时候（通常是）治疗起来极其简单。

了解到这些之后，让我们回到现实世界的商业周期中来。

当然，就算一个小型经济体，都比保姆公司复杂得多。最大的区别是，现实中人们花的钱，不但包括当期的享受，还包括为未来而进行的投资（设想一下您在保姆公司雇人的目的不是照顾孩子，而是让他帮着做一个玩具）。同时，现实中有一个资本市场，那些有多余现金的人可以把自己的钱借给需要的人，自己收取利息。但两者的基本原理是一致的：衰退主要是由于公众作为一个整体想储蓄现金造成的（或者说，储蓄多过投资也是一回事），这一般都可以通过多印票券的方式，非常简单地解决问题。

现代世界中的票券印刷者是中央银行：联邦储备银行、英格兰银行、日本银行，等等。它们的工作就是在需要的时候不断增加或减少货币，以保持平衡。

但是，如果事情如此简单的话，为什么我们还会经历经济衰退？为什么中央银行不印刷足够的钞票，以维持充分就业呢？

在第二次世界大战以前，上述问题的答案很简单：由于决策者不知道自己应该做什么，所以他们的政策没有用。今天，从密尔顿·弗里德曼往左的经济学家，都同意大萧条是有效需求崩溃造成的，联邦储备银行应该注入大量现金，以对付经济衰退。但在当时，人们根本没有认识到这点。确实，当时许多杰出的经济学家都有道德方面的宿命论的看法，认为大萧条是在此之前经济发展过程的不可避免的后果，正如

约瑟夫·熊彼特(Josheph Schumpeter)指出的："只有让它自己治愈自己才是可取的，任何人为刺激带来的复苏，都会令那些在萧条中未能完成调整的剩余问题更加严重，从中又会产生出新的问题，再造成另一次更严重的商业危机的威胁。"

战后，这样的宿命论淡化了。一代人以来，大多数国家都积极地调控商业周期，而且取得了相当的成功。经济衰退是温和的，工作机会一般都比较充裕。到60年代末期，许多人开始觉得商业周期已经不是一个主要问题了；理查德·尼克松甚至称自己可以"微调"经济。

高兴得太早了，充分就业政策的悲剧性缺点在70年代开始暴露了。如果中央银行对自己创造工作机会的能力过于乐观，如果它向流通过程注入了太多的货币，后果肯定是通货膨胀。而一旦通货膨胀演变为公众的心理预期，它就会扰乱原有的体制，只有通过短期的高失业率才能获得改善。如果某些外部不可预测的因素突然提高了价格水平，例如石油价格上涨了一倍，在已经有通货膨胀预期的前提下，经济就会陷入衰退，即使衰退幅度没有大萧条那么大。

但80年代中期，通货膨胀率已经下降到了可以容忍的水平，石油供应也恢复了充足的状态，中央银行的官员们也重新掌握了经济政策的主动权。确实，各种各样不可预料的考验的出现，只能加强我们解决

问题的信心。例如，1987 年美国股市崩盘，股市价格当天下降的幅度接近 1929 年崩溃的第一天的降幅，但联邦储备银行迅速注入现金，实质经济没有受到影响，道－琼斯指数很快止跌回升。 80 年代末期，中央银行官员出于对通货膨胀轻微上升的担心，忽略了经济衰退的信号。结果，经济出现衰退，导致布什总统连任失败。后来，在使用了正常的药方之后，美国进入了另一个持续增长的时代。到 1997 年夏天，商业周期确实像是消失了，至少是被经济政策驯服了。

“触电”时代

你可能不喜欢《触电》这本杂志，甚至不愿意读它（那些跳动的颜色和不同的字体）。它是 90 年代出版物的某种代表，充满对技术的迷恋，以及令人窒息的风格：一切！都在改变！变得如此之快！以至我们不得不！！用一连串惊叹号来表达！！！！当然，还有其自由主义的政治倾向。

这到底是怎么回事呢？让我们看看信息革命，看看它对资本主义现实的影响，以及它对资本主义发展道路的影响。

从纯技术的角度看，现代信息时代是从英特尔公司在 1971 年发明微处理器开始的，也就是将计算机的核心部件集成到一小块电路上。 80 年代初期，这项技术已经被广泛应用了——传真机、游戏机、个人电脑大量出现。但在此时，这还不像是一场革命。大多数人都认为信息产业将由 IBM 那样的大型公司主导，或者所有新技术都会逐渐走上传真机、录像机和游戏机的道路，即由具有创造精神的美国人发明，但由并无特性的日本生产商转化成商品。

现在还不清楚实质经济从信息技术中获得的好处到底有多大。显然，从生产率方面来衡量，效果是不太确定的。同样显然的是，这些传统的衡量方法，也低估了信息技术的真实效果，但低估的程度有多少，则是见仁见智的问题了。不容置疑的是，新技术对我们工作方式的看得见的影响，超过了过去 20 年 ～ 30 年的其他任何东西。现在，一个典型的美国工人是坐在办公室里工作的；而从 1900 年到 80 年代，商业办公室的基本摆设和工作方法基本没有太多变化，即打字机和文件夹，备忘录和会议等（当然，施乐复印机取代了油印机）。然而，在短短的时间里，事情全部改变了：每个人桌面上都有一台联网的电脑，使用电子邮件、因特网、电视会议和远程交流。这是真正的质变，其中的进步是量变无论如何都无法达到的。这种进步，让人们对资本主义的前景更加乐观了。

而且，这个新兴的信息行业，重新唤起了所谓的资本主义浪漫：一个英雄式的企业家有一个概念，可以做出更好的捕鼠夹，于是他就可以因此致富。自从亨利·福特以后，这种英雄越来越成为虚构的形象了，因为经济越来越由大型的公司来主导，而大型公司是由像政府官员那样的官僚，而不是由浪漫的企业家来主持的。1968 年，约翰·肯尼斯·加尔布雷斯写到："随着现代公司的发展，这样的机构需要现代的技术和计划，需要资本的所有者离开公司的日常运作，在成熟的工业企业里，企业家不再作为单独的个人而存在。"在这种情况下，资本主义更像缺少了正义的社会主义，谁还敢对其前途抱有乐观的看法？

但是，信息产业彻底改变了产业结构。像 19 世纪一样，经济成功的故事又变成了个人的表演：一个有好概念的人(或者是女人),从其车库里或者在厨房里将这个概念不断发展，然后就致富了。商业杂志也越来越有意思了，商业成功越来越值得尊重，这种情况已经有一个世纪没有见到了。

这一切，为自由市场思想，甚至为《触电》这样的自由主义者提供了沃土。30 年前，自由市场的捍卫者们，在追求不受束缚的企业家精神时，会立刻遇到问题：当他们谈论"私有企业"时，大多数人觉得这是通用汽车公司 当他们谈论'商人'时,大多数想到的是那些穿着灰色法兰绒西装的人。在 90 年代，

产品的构想和创造力就是财富的古老思想又复活了。

但是，真正使 1997 年夏天充满乐观主义的，是繁荣的扩散，它不仅仅只是发达国家的专利（在那里，繁荣带来的好处已经超过了人们的想像），而且扩散到许多不久前还被认为经济上毫无希望的国家中去了。

全球化的成果

“第三世界”这个名词最初被当做荣誉的象征：加瓦哈里尔·尼赫鲁（Jawaharial Nehru）发明的这个词，本意是指那些既不属于西方阵营，又不属于前苏联阵营的独立国家。但是，这个名词的政治含义很快被经济现实超越了：“第三世界”演变成为贫穷、落后、不发达的代名词，这个名词失去了原有的含义，反而成为毫无希望的象征。

全球化过程改变了这一切：技术和资金从高工资国家转移到低工资国家，其结果是第三世界劳动密集型产品出口的增加。

要回忆全球化开展之前的世界是什么样子，似乎有些困难。因此，我们有必要将时钟倒拨，看看不到一代人之前的第三世界是什么样的（当然，许多国家现在还这样）。那时候，尽管部分东亚小型经济体的

快速增长开始引起了人们的注目，菲律宾、印度尼西亚、巴基斯坦等发展中国家还是和原来一样：出口初级产品；进口制成品。在这些国家中，在进口配额的保护下，效率低下的小型制造业满足着当地市场，但它们通常只能带来很少的就业机会。同时，人口快速增长的压力，迫使绝望的农民进一步压榨贫瘠的土地，或者不顾一切地寻求生计，例如在许多第三世界国家城市的垃圾堆里，可以发现人们在此安家。

由于缺少机会，你以一点微薄的工资就可以在达卡和马尼拉雇佣到工人。但在 70 年代中期，廉价的劳动力不足以让发展中国家的制成品在国际市场上竞争，发达国家不断增长的优势，如它们的基础设施、技术诀窍、巨大的市场、关键零部件的供应能力、稳定的政治，以及维持一个高效经济而必不可少的微妙而致命的社会调节机制，等等，这其中的差距，远远超过 10 倍或 20 倍的工资差别。甚至激进者都认为这些优势不可逆转：70 年代发展中国家对国际经济新秩序的诉求，集中在增加初级产品的价格，而不是追求让第三世界国家进入现代工业世界。

正是从那时起，情况发生了变化。一些我们现在也没有弄明白的因素合在一起：如关税的降低、通讯能力的提高、飞机运输更便宜和方便等，减少了发展中国家在国际竞争中的不利地位。当然，在其他条件都不变的前提下，在第一世界国家生产还是比较好

的。例如，有许多公司曾经搬到墨西哥和东亚地区生产，第一时间就发现了第三世界国家普遍存在的不利于商业发展的环境，然后不得不立即打道回府。但是，后来人们发现，发展中国家可以利用低工资优势，在不少行业中打进国际市场。于是，这些原先靠出卖黄麻和咖啡为生的国家，现在开始生产衬衣和布鞋了。

在衬衣和布鞋工厂工作的工人，不可避免地，只能得到很少的工资，还要承受恶劣的工作环境。同样不可避免地，我会说因为这些工厂的雇主不是从事保护他们（或者工人）健康的生意的，他们当然希望付出的工资越低越好，而工资的最低限度则是由工人的其他工作机会决定的。在许多情况下，这些都是极其贫困的国家。

随着这些国家出口产业的生根发芽，在 1997 年夏天前的 20 多年的日子里，它们的普通国民生活水平的改善是不容置疑的。部分原因在于，出口产业的扩大和发展，需要付给工人更高的工资，否则他们会流失到其他的地方去。但更重要的原因在于，制造业的发展，以及新兴出口部门创造的就业机会，给整个经济带来了巨大的正面效应。对土地的压力不那么大了，于是农村的工资增加了；那些急于找工作的城市居民的数量减少了，于是工厂开始为招聘工人而相互竞争，城市居民的收入也上升了。在韩国和台湾等

地区，这个过程进行了很长时间，当地的平均工资水平已经接近美国在麦当劳打工的小青年的水平（1975年，韩国平均每小时的工资只是美国的5%，到1996年上升到了46%）。

在新兴工业化经济中，出口导向型增长对普通大众的好处绝对不是臆想。在印度尼西亚这样的穷地方，进步还是用每天人均能吃多少东西来衡量的。从1968年到1990年，印尼人均每天消耗的热量从2 000卡路里上升到2 700卡路里，预期寿命从46岁增加到63岁。整个环太平洋地区都可以见到类似的进步，甚至连孟加拉国都如此。这些进步，不是来自好心的西方人的施舍。例如，从来就不多的外国援助，到1990年下降到了几乎为零的水平。也不是来自当地政府良心发现的经济政策，我们很快就会清楚地看到，这些政府还是像过去一样地僵化与腐败。它们是无情的跨国公司和贪婪的本地企业家的行为间接而无意识的结果，而后者追求的仅仅是廉价劳工带来的利润机会。无论这些人的动机如何，其结果虽然算不上一幅波澜壮阔的画面，却确实使成千上万人摆脱了赤贫状态；现在的生活虽然有时候也还令人生厌，但比过去好多了。

同样，资本主义可以认为这是自己的功劳。社会主义一直主张发展，第三世界国家曾经将斯大林的“五年计划”视为令自己摆脱落后状态，进入21世纪

的不二法门。甚至在前苏联自身都失去了发展的动力后，许多知识分子还相信，只有游离于发达国家的竞争之外，才能令穷国走出陷阱。可是，1997 年，当许多发展中经济体的示范表明，快速增长是可以达到的，并且这种增长不是靠奢谈社会主义式的孤立达到的，而是靠尽可能成为全球经济体制的一部分达到的。

怀疑与批评

不是每个人都对 1997 年世界经济的局面感到高兴，当美国经历着相当程度的繁荣时，其他的发达国家则有一些麻烦。自从 90 年代初期的“泡沫经济”破灭后，日本再也没有恢复元气。而欧洲还陷在“欧洲僵化症”之中，失业率居高不下，特别是年轻人的失业率尤其高，即使在经济复苏时都如此。

在美国，也不是每个人都分享到了这种繁荣。技术进步和全球化的力量，使人们致富起来比以前容易多了，从总体上对高技能工人的需求提高了，但对低技能工人的需求减少了。财富和收入的两极化程度增加到了大盖茨比（Great Gatsby）时代以来最高的水平，根据官方的统计，许多工人的实际工资水平下降了。即使人们对低收入的人数持有保留态度，但

十分清楚的情况是，美国的进步至少使 2 000 万人 ～ 3 000 万人生活到了收入逐渐下降的低层。

有些人还对其他事情怒气冲冲。在那些第三世界的出口工业中，低工资和恶劣的工作环境，经常是许多道德性谴责的原因。毕竟，以第一世界的标准看，那些工人的处境当然是悲惨的。但是，这些批评者根本没有耐心考虑。对第三世界的工人来说，那种悲惨的工作和悲惨的工资，总比没有工作好得多。更公正的是，许多人道主义者指出，世界还有相当大的一部分人根本没有享受到全球化的好处：特别是非洲，仍然是一个越来越贫穷的大洲，这里充满了传染病以及血腥的冲突。

另一方面，也有“末日论”者，在 1996 年这种观点特别流行。他们坚持认为全球的供应能力正在超过需求水平，这个问题迟早会爆发。但是，持这种观点的人很少解释，人们为什么不把自己的收入花费掉；为什么需求不足的问题不能像保姆公司的例子那样，轻易地通过增加货币供应的方法解决（这不是说，它们完全没有解释其原因）。无论如何，总有人在不停地预测，新的大萧条又要来临了；为什么他们会在 1997 年觉得问题比其他时候都严重呢？

最后，连一些敏感的人都感觉到疑惑，对不断上升的美国股市进行调整，到底是好还是坏。 1996 年 12 月，艾伦·格林斯潘（Alan Greenspan）有一句名

言，指美国金融市场有“非理性繁荣”的风险，结果是股市短暂地下跌了，然后又恢复了上升的趋势。

所以，香港回归中国的这天，世界上并不是每个人都很开心。但总的说来，世界经济处在繁荣之中，特别是资本主义比我们记忆中的任何时候都有活力，其前景比 10 年或 20 年前任何人设想的都好。

第二天，也就是 7 月 2 日，泰国实行了货币贬值，亚洲金融危机开始了。

第2章 奇迹的简要回顾：危机前的亚洲

看看现在低迷的亚洲，曾几何时，人们还问它需要多长时间就可以超过西方。但现在人们关心的，则是它需要多长时间才能恢复到两年前的水平……难道这些亚洲经济体真的那么言过其实？一切假象的背后难道没有任何实物吗？难道这一“亚洲奇迹”真的是我们臆造出来的吗？

回想历史，总觉得它像一部情节曲折的小说，前面的章节充满种种线索，预示着令人震惊的结果。而在最后的一刹那，结局便脱颖而出。然而，如果用这种方法来分析历史的话，后果常常会是既错误地展示了过去，又对未来显得幼稚。例如，回顾一下美国在本世纪 30 年代中期反思并评价兴旺的 20 年代的做法：所有人都觉得自己感觉到了其中有问题，并且认为前 10 年的所谓繁荣，肯定隐含着不健康的一面（当经济陷入衰退时，这种不健康性最终就会显现出来。但是，20 年代的繁荣是确确实实的，当年的工业成就可以证明这一点。如果说当年的过剩，会不可避免地造成最终崩溃，倒似乎是看着事实再直白历史，这种观点实际上是一种理论的投机）。有关这一论点，我将在后面章节中探讨，它不仅是值得商榷的，而且几乎是完全错误的。无论如何，萧条并不是故事的结尾。事实上，故事永远不会结束。 60 年后的今天，是 30 年代，而不是 20 年代的 60年后，经济的发展又一次偏离了正轨，谁又能保证这样的判断是不是为时过早呢？

看看现在低迷的亚洲，曾几何时，人们还问它需要多长时间就可以超过西方。但现在人们关心的，则是它需要多长时间才能恢复到两年前的水平。届时，我们就可以轻而易举地将最近的这场灾难抛进历史的垃圾堆了。难道这些亚洲经济体真的那么言过其实？

一切假象的背后难道没有任何实物吗？难道这一“亚洲奇迹”真的是我们臆造出来的吗？

不是的。亚洲的增长是真实的，在近期的统计检测中，正如其表面显现的那样，在很多方面它都令人印象深刻。如果奇迹意味着令人无法理解的事情，亚洲的增长不应该称之为奇迹；如果缺乏一些重要的，而且是令人惊奇的缺点，亚洲的增长也不会使人那么印象深刻。但是，请记住保姆公司的教训：糟糕的事情可能会在好的经济体里发生。不要因为最后发生了糟糕的事件，就假设当初它们实际上没有奇迹，就假设当初根本不可能那么好。

“老虎”和“小龙”

经济增长，至少是提高了生活水平的经济增长，是现代社会的发明。从人类有史以来到 18 世纪，世界的发展从本质上遵循了马尔萨斯主义：技术进步与资本扩张通常被人口增长压倒；人口数量缓慢地增长着，但他们的平均生活水平提高幅度却不如此。路易十四的臣民，可能并不比古埃及的农民吃得更好。居住在非洲的大部分和南亚的部分地区的数以十亿计的人口，仍然生活在贫困线上。

无论如何，自 18 世纪以来，一个国家接着一个国家，经历了哈佛大学经济学家瓦尔特·威特曼·罗斯托(Walt Whitman Rostow)称之为“起飞进入持续增长”的过程。罗斯托的这一曾经很有影响的“起飞理论”虽有很长时间没有人注意了，但这个词汇本身却令人信服。每隔一段时间，一些以往停滞的经济会出现奇迹：在劳动生产率和人均收入几十年、甚至整个世纪都毫无增长之后，它们开始了不可思议的直线上升，然后，该国就踏上了奔向现代社会的路途。

第一个起飞当然是英国的第一次工业革命，习惯上认为它开始于 1790 年左右。之后西方国家经历了摩肩接踵的起飞过程：最引人注目的是德国（曾经是一个相对的贫穷国家）和美国（一直是比较富裕的国家），它们通过较快的工业化进程最终取代了英国的领头地位。在 19 世纪末期，日本成为第一个，而且在相当长的时间里是惟一的一个实现工业化的非西方国家。这之后是一段长期的停滞：从 19 世纪末期到 20 世纪 60 年代，发达的经济继续增长，但是再没有新的成员加入它们的俱乐部。事实上，它表明第一世界与第三世界的割裂似乎是由来以久的问题。

在此之后迎来了亚洲的工业化。第一批是“四小虎”①：香港、新加坡、台湾和韩国，它们的经济攀升都开始于 20 世纪 60 年代。再之后迎来了第二批“小

①此提法与我国习惯上称为“四小龙”的提法有出入。——译者注

龙”：贫穷又人口众多的东南亚经济体。最后是中国这条巨龙开始了其惊人的起飞。

人们必须认识到这一成功起飞的重要性，因为它打破了一个长期存在的历史界限：直到亚洲经济开始起飞前，经济发展一直是西方的专利，只有日本这个对自己的分类仍有争论的国家挑战它们的垄断。人们还必须认识到，他们的经济起飞影响了多少人口：亚洲这些“奇迹”经济体，是全人类 1/4 人口的家。然而，真正打动经济学家的是起飞的神速：从来没有任何经济增长得如此之快。

这里有几个对比。从 1801 年到 1851 年，当英国从简·奥斯汀(Jane Austen)笔下的农业国转化为查尔斯·狄更斯(Charles Dickens)笔下的工业国时，其人均国内生产总值年增长率，达到了从来没有达到过的 1.3%。从 1870 年到 1913 年，当美国实现类似的转化时，也正是其排挤英国成为世界工业的龙头老大的时期，它的人均产出年增长率为 2.2%。在第二次世界大战前，日本已经成为一个工业化的国家，所以它在战后的高增长确实有些骗人的成分。但是，日本在 1953—1973 年间，其创造的 8% 的人均国内生产总值年增长率，实在是令人炫目的速度。正是依靠这一增长，日本从一个战争废墟变为世界第二大经济国。这是阳光下的新事物：没有一个经济曾经达到过如此高的增长率，也几乎没有人认为这样的增长速度能够

再现。

但是，“老虎”和“小龙”的增长到来了。令人惊奇的是，韩国于 1963 年实行了经济改革，开始使这一贫穷不堪、严重依赖美国援助度日的国家，转变成为经济发展史上取得巨大成功的典范之一。在此之后的 34 年时间里，韩国的人均收入几乎以每年 7% 的速度增长着，在 30 年多一点的时间内增长了 9 倍。正确理解其增长的一个方法是，要知道 1963 年的韩国可能比 1800 年的英国还要贫穷，而且可能比 17 世纪之后的英国都穷。到 1997 年，韩国的人均收入已经基本达到英国在 20 世纪 60 年代初的水平了。

最后还有中国，在近 20 年时间里，其 10 多亿人口的收入提高了 4 倍。在人类历史上，还从来没有如此多的人，在物质生活方面经历如此快的改善。

在这些不同寻常的成就面前，谁能找出亚洲的发展有什么不当之处？让我们首先考虑一下那些愚蠢的怀疑，然后再推广到那些比较严肃的质疑。

增长的真实性如何？

针对上述成就，人们如何能够争论说这不是真的？事实是没有多少人这样争论过。尽管如此，还是

有一些人在危机前提出了异议。而且，危机之后有更多的人认为，亚洲的成就并非完全名实相符。概括地说，这些争论可以从三个层次来理解。

首先，一些人怀疑这些数据是否真实可信。这种怀疑可以简单地说成是诚实性的问题：通常，政府的高官都喜欢听好消息，而那些受他们恩惠的人，不只是统计部门的工作人员，还有那些地方政府的官员和商业人士，向他们提供了原始的数据，以供统计工作者采用。这样，很容易出现粉饰太平的现象。一般来说，一个运行良好的政府，会采取强有力的措施去杜绝这类事情的发生：那些制定政策的人，与那些提供政策是成功还是失败的数据的人，会被保密和内部条例构成的“长城”分割开来。但是，在中国没有这样的“长城”，或者就此而言，在许多其他的国家也没有。因此，人们怀疑亚洲的经济发展得不如数字展示的那么好是可以谅解的（当另外一堵墙，那堵割裂了柏林的墙倒塌时，经济学家们领教了权力主义者陈述的数据违背现实的严重性。按照民主德国统计的数字，民主德国的人均收入大概是联邦德国的 80%，居然比一些联邦德国的农民还高。而统一后的经济现状，显示出民主德国其实只属第三世界的水平）。

更广义地说，任何了解经济数据构成的人，都知道这些数据实际上只是科学虚构的模拟。实际国内生产总值，原则上是由以基期价格计算的整体经济生产

的全部产品构成的。但是，没有任何一个统计机构能够真正确实地跟踪社会生产的所有产品，或给每一件产品估价（事实上，这在理论上也不成立，比如说“伟哥”之类的产品，在基期根本没有任何可供参考的价格）。所以，经济增长的实际评估，在很大程度上是虚构出来的，是建立在估计和推算基础上的。这样的工作可以做得好，也可以做得差。在美国，提供数据的工作人员严格、认真而且细心，在有限的资源下，他们可以克服工作的困难，将结果做得最好。在其他的地方，这个工作就完成得没有这么好了。我本人曾经替一个政府作顾问，该政府每年出版许多图表描述其国民收入的增长，但当时收集的数据只有一打实际数字（其中的农业生产数字由美国提供，应该感谢卫星图片），而其余的只能在此基础上靠合理的因果关系估计而来。

所以，人们怀疑有关亚洲增长的数字，认为它可能有点夸大其词，是应该谅解的。特别是一些研究中国的专家，他们相信，通过更为审慎地收集和分析的数据所显示的增长率，会比官方数据所显示的低一半以上；在采取一些更正措施之后，东亚地区的其他地方可能也会出现类似的情况。

但是，这样的调整也不能掩盖经济进步的惊人现实。因为人们不能只着眼于官方的增长数据，亚洲的进步是可以用肉眼观察得到的：摩天大楼取代了昔日

的小破棚屋；高速公路取代了昔日的乡间土路；小汽车取代了昔日的自行车。工资的迅速提高，不仅可以在官方的数据里，也可以在私营公司招聘员工时得到证明。当然，最显而易见的是，有人挣到了足够的钱，去购买各种各样的消费品，并在各条新开辟的航线上乘飞机旅行。

应该说，亚洲的增长是真实的。但它稳固吗？或者说，它是靠借钱建立起来的吗？

这可不是一个无聊的问题。有的国家甚至整个地区，由于某种原因成为投资者的乐园，于是它们会经历一个并非建立在实质产业成功之上的短暂繁荣，这种现象绝对不是虚构的，如 70 年代末期和 90 年代初期的墨西哥；1995—1998 年间的俄罗斯，这些地区都曾经历过几年由外国投资引起的狂热的消费繁荣。但是，只要同一批投资者认定当地的经济需要调整，而简单地撤出他们的投资，这个繁荣就会破产（以后的章节将有这些故事的详细叙述）。亚洲，是不是那些容易上当受骗的投资者的又一个过度透支的案例呢？

答案很容易找到：从亚洲起飞之初到 90 年代初期，当地的增长主要是由本国的储蓄直接融资的，只有很小部分的钱是借贷的，从国外来的大部分资本以外来“直接”投资的形式进入，即由外国公司设厂，且通常为出口市场服务。如果这里有“投机热”的话，它也只是在这一游戏稍晚的时候才发生，这些投

机没有对在此之前实质经济的增长带来任何问题。

那么，对亚洲增长来说，什么东西是负面的呢？有，但这需要作一些解释。

灵感与流汗

直到金融危机爆发，对亚洲增长惟一严重的批评，都围绕着一个令人迷惑的概念：“全员要素劳动生产率”。这是亚洲没有胜出的一个领域，而且从此成为一个未来可能发生问题的指标，人们从前对此有过广泛的探讨，后来怀疑又被推翻了。但是，该指标最终应验了，灾难真的降临了。

通常，当人们谈论“生产率”时，他们实际指的是“劳动生产率”，即在特定的时间之内，如一个小时或是一年，一个劳动力能够创造的劳动量。从长期来看，劳动生产率和经济增长实际上是同义词。美国工人的劳动生产率大约是一个世纪之前的 7倍左右；这就是为什么他们的实际工资和家庭平均收入也同样是 1900 年时的 7 倍。而亚洲劳动生产率的提高，几乎和其他事情一样令人印象深刻。

但是，一个国家如何提高它的劳动生产率呢？亚洲遵循‘正确’的方法了吗？这正是产生争议的地方。

使工人提高劳动生产率的一个方法，就是为他提供更好的机器设备。一个使用推土机的工人，在一年里能够比只使用铁锹的工人多挖很多的沟；一个使用电脑的保险统计员，能够比用手做加减计算的人统计更多的账目。而那些可以创造出这样的供工人使用的资本机器的投资，当然是经济增长的主要力量。

但事实告诉人们，资本积累并不是长期增长的惟一来源。起码在 1900 年的时候，你不可能向一个挖渠者提供一辆推土机，或者向一名保险统计员提供一台电脑：它们还不存在（当时倒有靠蒸汽驱动的大型挖土机，但那是巨大而笨拙的，是用来修建巴拿马运河的，不能适应多数平常的工作。机械计算设备也存在，而且曾经在 1970 年夏天的一项工作中使用，但我可以明确地告诉大家，它一点都不比用纸和笔算得快）。所以，即使 1900 年时的企业主像一个世纪后的企业主那样，花费按通货膨胀调整之后同样多的钱去装备他们的工人，他们也不能获得同样的结果，因为这种技术还不存在。换句话说，要提高劳动生产率，并不是简单地为劳动者提供更多的资本就能解决的；那同样也是技术进步的结果。简而言之，这既是灵感（技术进步），又是流汗（资本积累）的结果。

我们也能通过一些更量化的方法，了解技术对经济增长的重要性。一种方法是考察资本生产率，以代替劳动生产率。将两家雇佣了等量工人，且其他条件

也相同的企业进行对比，其中一家每个工人使用价值 10 000 美元的机器设备；另一家则使用 20 000 美元的设备。可以相信，后一家企业将比前一家企业产出更多；但几乎可以同样确信，那不会多出一倍。资本，作为一种资源，是遵从“收益递减”规律的：使用得越多，从增加的单位资本获得的增加值就越少。但是，如果用两倍资本装备的工人生产了少于两倍的产出，单位资本的产出，即资本生产率在第二家企业就低于第一家。

以上事例说明的就是，如果经济增长背后的主要动力只是简单的资本积累，我们将看到的是下降的资本生产率，而对手正在提高他的劳动生产率。但是，查阅一下英国或是美国的长期历史，可以看到单位资本和单位劳动的产出大致交替地增长着，两者都没有收益递减的标志。

从这个一般化的陈述中，能够评价资本积累和技术在经济增长中的相对重要性吗？其中的一种考虑方法是，技术进步通常可以允许人们从特定的投入中获得更多的产出，一个使用着价值 20 000 美元设备的现代工人，要比具有相同设备的 1900 年的工人生产的东西多得多（事实上，经济学家定义技术进步，采用的就是特定投入下的产出的增加程度）。于是，可以想像，不需要通过检验劳动生产率，而是通过检验由资本和劳动共同构成的全部投入的生产率来评估技

术的进步。

你可能会问，没有“全部投入”这么一回事，就像不能把苹果和橘子加在一起一样，人们不能把资本和劳动加起来。但事实是，当我们使用了“实际国内生产总值”，把所有的产品按基期的价格加在一起时，我们确实把苹果和橘子加了起来。那么，我们为什么在资本和劳动的问题上不采取同样的方法，创造一个全部投入的指数呢？完全可以。在解决了一些技术问题后，就可以做到，这也正是经济学家们计算一个产业，或整体经济的“全员要素生产率”（TFP）的做法。它是一种间接计算技术进步的方法，它是利用残差，即投入指数和产出指数的增长率之间的变化来计算的。

测算一个事物并不是解释它。事实上，现代经济增长理论的奠基人之一，麻省理工学院的罗伯特·索罗（Robert Solow），曾把全员要素生产率描述为“我们无知的度量”。这就是令经济学家们面临尴尬的一个源泉：多数经济增长中的有趣活动，常常是通过这些令人难解的残差的变化来解释的。索罗在 1958 年的一篇论文中最早指出，美国在本世纪前 50 年的单位劳动产出增加中，将近 80% 是由 TFP 的增加“解释”的；另一个早期的研究人员，爱德华·丹尼森（Edward Denison）发现各个工业化国家间的增长率差异，如英国的缓慢增长和日本的高速增长，也主要由

TFP增长率的差异来解释的。当美国的劳动生产率增长在 1973 年之后突然且令人沮丧地放慢时，全员要素生产率也在劫难逃。

一些经济学家极其自然地曾对此争论过，但毫无结果。一些人认为，前面提到的全员要素生产率增长的测量方法言过其实，因为它们不能计算工人教育水平的提高，既“人力资本”的增长（许多现代的测算都将这一内容包含在内）。还有人认为，固定投资在经济增长中的作用，比标准方法所建议的更为至关重要，因为新技术只有在“物化”于新机器上之后，才能在工业中运用。任何情况下，经济增长的分析人员常遇到的问题都是，经济的高增长是否主要是由单位投入的更多产出带来的？

但现实中也有一些例子，表明高经济增长似乎并非依靠全员要素生产率的大幅度提高。这些例子很有趣，因为高增长与生产率迅速提高之间正常关联的失效，至少同时说明了两个问题：一是这些经济可能马上会有麻烦事发生；二是这些经济在将来可能会面临困境。

没有生产率的提高，而实现了产出高增长的案例，是 50 年代和 60 年代初期的苏联。那个时代，赫鲁晓夫吹嘘着本国的工业化成就，并向西方世界宣称“我们将埋葬你们”。在那个特别的时刻，美国的研究者们（主要由中央情报局资助，而不理会他们懂还

是不懂）惊奇地发现，当时苏联经济是实实在在的飞速增长，取得这样的成就，靠的仅仅是动员大量的劳动力和巨大的投资增长。其全员要素生产率的增长，如果有的话，也是缓慢的。这显示出它的增长率将不得不下降，即使当时苏联把全部的家庭妇女和农民赶到工厂里去，而且能够继续把产出的大部分利润转变为投资，他们却不能再增加利润。

全员要素生产率的停滞，也暴露了前苏联经济管理的效率问题。记得在人造卫星上天时，莫斯科毕竟对科学技术投入了大量的资源。而且，作为一个依然相对落后的经济，前苏联应该能够通过借鉴和采用西方技术达到生产率的高增长。但是，这在现实中没有发生，至少说明尽管它的社会制度在动员资源上是成功的，却没有非常有效地使用这些资源。这可能预示了该经济体系的一些深层次弱点。

可以确信，在赫鲁晓夫用皮鞋敲打联合国大会桌子的几年之后，前苏联的经济增长就大幅度放慢了。前苏联不但没有超越西方，而且开始再次落后。灾难性的崩溃，首先发生在前苏联经济内，继而是国家政体本身，而且今后还会长期处于落后地位。全员要素生产率的计算，第一个在危机到来之前提供了早期警告。

第二个较重要的例子是亚洲，这些经济体的高速增长，同样没有伴随着全员要素生产率的相应进步。

第一个发现这一惊人事实的是斯坦福大学的刘遵义(Lawrence Lau),他是一位细心、缄默的研究人员。他花费多年时间,开发出了计算全员要素生产率的复杂方法。当他和另一合作者将这些方法放宽要求去研究亚洲国家时,他们惊讶地发现,这些经济体几乎没有任何的生产率增长,这个结论最初几乎没有引起任何注意。

波士顿大学的阿尔温·杨(Alwyn Young)开始就"双城记"(A Tale of Two Cities)这一题目进行研究时,他把香港和新加坡的经济增长作了比较。此后,亚洲的生产率表现受到了进一步的关注。他发现,新加坡通过极高的投资,动员了比香港多得多的资源,但在增长方面并不快于香港。这意味着资源没有被很有效地利用。这一发现,吸引了他对亚洲的增长进行更广泛的研究。经研究发现,新加坡这样通过大量增加投入,而不是通过效率的提高来达到高增长的故事,在亚洲的"小虎经济"中是典型的事实。他断言,用全员要素生产率取代增长率的测算,将使亚洲的表现"从奥林匹斯山的顶点,跌落到德萨莱(Thessaly)平原上"。

杨和刘的研究成果在 1994 年引起了广泛的注目。同年,我在《外交》(Foreing Affairs)杂志发表了题为《亚洲奇迹的迷思》(The Myth of Asia's Miracle)的文章,对他们的成果进行了总结。该文以前苏

联为参照指标，说明了亚洲经济的困境，从中引出了某些人狂怒的反响。亚洲人和他们的西方崇拜者们，迅速对研究者的动机和结论进行了回击，他们尤其认为杨和刘的研究依靠了半信半疑的假设，认为对同样的数据可以有其他合理的解释。

但是，没有其他的解释。阿尔温·杨对这些批评家做出了预先的答复，在他的一篇题为《数字的严酷》（The Tyranny of Numbers）的重要文章中指出："你可以不喜欢我在这里所说的，老兄，但在它周围没有其他的解释。"事实是，任何一个人采用这个标准，即此种传统、符合惯例的分析方法，也是用于分析其他国家生产率的方法，将会得到同样的结论。那些得到不同答案的人，常常是对数据进行了可笑的调整，实际上，人们不能不怀疑他们为避免得到杨－刘结论，而为得到一个蓄意的结果对数据进行过加工。

另外一个恰当的例子，是1993年世界银行出版的研究报告《东亚奇迹》。在这份报告里，就有一个隐藏在一个附录中的、直截了当的、传统的"技术效率变化"的计算，它显示了亚洲发展中国家（地区）与先进国家生产率的离散比率。其数据如下：

香港	2.0
台湾	0.8
泰国	0.1
韩国	-0.2

印度尼西亚	-1.2
马来西亚	-1.8
新加坡	-3.5

换一种说法，就是根据世界银行自己的测算，大多数亚洲经济体不是正在缩小生产率差距（如其中的韩国经济），事实上是更落后了。但是这一结果正如我说的，是隐藏在一个附录之中的。标题的结论是一个相反的选择（它不是基于市场数据，而是基于一些非常值得怀疑的统计方法，用这种方法来统计样本中的“第四世界”国家，进一步造成了更大的偏差），而且更显示了亚洲生产率的高速增长，从而与报告热烈的题目更为一致。

对亚洲生产率的争论仍然很激烈。其他的一些研究，值得注意的如布鲁金斯研究所的苏珊·柯林斯(Susan Collins)和巴里·博斯沃斯(Barry Bosworth)的综合研究，进一步证实了杨-刘结论。一些批评者再次提出了关于全员要素生产率计算的老问题，认为该方法只是用来解释从 TFP 正面贡献的，而不是解释负面影响的，指出亚洲经济的批评者忽略了这个关键点。普林斯顿的张谢（Chang Hsieh）最近的研究，倒是真的提出了一个严重的批评：对于新加坡，他发现在两种可选择的生产率增长统计方法之间存在矛盾，而且认为其原因正是这些糟糕的数据：新加坡夸大了它的实际投资，因此而低估了其实际生产率。但是，

基本问题仍然存在：亚洲取得了卓越的经济增长率，却没有与之相当的卓越的生产率增长。它的增长是资源投入的结果，而不是效率的提升。换句话说，是流汗得来的，而不是出自灵感。

这有什么关系？增长依然是真实的，一如人们生活条件的显著改善。谁关心这个增长过程可能过于拙劣，谁关心它与标准路线有所不同呢？

正如前苏联的例子指出的，缺乏生产率的快速增长，亚洲必将经历一个收益递减的阶段。截止到1997 年，马来西亚的国内生产总值中超过 40% 用于投资，是 70 年代的 2 倍；新加坡将其收入的一半用于投资。如此的投资比率相信不能再推到更高了；而仅仅维持这些比率又不足以支持高增长。投资生产率的一个重要指标，即所谓的 ICOR[这是“增量资本产出率”(Incremental Capital – Output Ration)的缩写]，也就是每增加 1 美元的国内生产总值需要的投资额；在整个东南亚地区，这个比率都是增加的，这显然是收入递减的证明。如果单位产出资本要求率是增加的，增长只能通过不断增长的投资率来支持，而这是不可能持久下去的。

同样，在前苏联的案例中，因其未能达到生产率的增长，使得其总体经济管理的效率受到了质疑。直到杨 – 刘结论发表之前，许多人，亚洲人和西方人都赞美着“亚洲体制”的优点。在这个体制中，市场受

到政府部门的战略导向指引，主观臆想可以比朴实的自由市场经济达到更好的结果。但这样的体制，如果它是成功的，将不仅可以动员大量的资源，还可以引导它们流向更有效的使用，那么为什么效率没有提高呢？还有，仍像前苏联一样，亚洲在技术上也落后于西方，其所处的地位使之应该能够通过借鉴和采用已经存在的技术，达到生产率的高增长。这为什么没有体现在数据之中呢？

有趣的是，技术转移的轶事实在太多了。亚洲的工厂、远程通信和建筑方法的效率显然是越来越高了，这要感谢西方技术的引进。然而这些利益莫明其妙地消失了；在动员资源方面取得引人注目的成就的同时“亚洲体制”在使用资源方面效率似乎并不高。

如果“亚洲体制”这样的东西确实存在，它首先就是资源利用效率不高，但通过动员而来的经济增长率却很高。

“亚洲体制”存在吗？

我清楚地记得早期与新加坡强人李光耀的一次会谈，他把当地的高速增长归功于“东亚人的内在精神”。虽然我从来都没能发现这点，但我很喜欢这句

话，因为它是一句反话。如果有一个国家曾经有过自上而下的发展，如果有一个国家的增长不是缘于个人的主动，而是缘于执政者的远见卓识、并将它强加于国民去实现，那正是李光耀先生的新加坡。

有人可能还会问，这也许使谈论“东亚人”更有意义了。构成了世界银行集团称为“高增长亚洲经济”（HPAES，我认为其缩写的发音正是“嬉皮士”）的这些国家（地区），包括了印度尼西亚和马来西亚这样的穆斯林国家，泰国这样的佛教王国，新加坡、香港这样的拥有华夏文明的城市地区，以及韩国、日本这样文化完全特殊的国家。（最近有证据显示，日本实际上曾经是朝鲜族的一支，而他们的语言是从韩国南部的一种方言流传下来的。但那是很久以前的事了，而且日本人无论如何都不会承认这点。）

事实仍然是,所有这些国家(地区)都达到了非凡的增长率。它们还拥有其他特征：极高的储蓄率；较好的基础教育，因而识字率和计数能力也相应较高。由这些共同的特征造成的物质和人力资本的高速积累，又依次成为其经济高速增长的重要解释。为什么这些有着明显差别的国家（地区），会有这么多的共同点呢？

最简单的答案是无人知道。有些人，特别是政治理论家如塞缪尔·亨廷顿(Samuel Huntington)认为，这一地区整体地分享着儒家文化。当将这个观点运用

于印度尼西亚或马来西亚时，听起来却有点牵强，但(造成社会分裂的)事实是东南亚地区的商界名流多数是华人。马克斯·韦伯(Max Weber)的著名论点就是用“新教教义”解释了西北欧的经济增长；可能高储蓄和崇尚教育的“儒家思想”就是亚洲经济成功的共同主题。这可能正是李光耀先生讲的“东亚人的内在精神”的含义。那么，正如索罗这个把全员要素生产率描述为“我们无知的量度”的经济学家曾经指出的，解释经济增长率差别的艰难尝试，都会归宿于“业余社会学的光辉”之中，虽然这并不意味着社会学的推测式研究可能不对。

无论如何，一些观察家认为，他们在亚洲增长中看到了一些不同的共性：它们采用的“亚洲体制”以日本的成功为模式。在这一体制中，传统西方国家的自由市场经济和自由贸易被搁置一旁，而采用政府积极推动特定行业经营的社会制度，在准备开始出口之前用低息贷款补贴，把它们保护起来，避免与外国的竞争。在这一制度里，国家大体上被用作一个经济发展的工具。这种观点可能在詹姆斯·费洛斯(James Fallows)1994年出版的《注视太阳：新东亚经济政治体制的崛起》一书中达到了顶点。在此书中，费洛斯证明了西方国家本身只是通过国家干预发展，而现在的亚洲人能够放弃自由贸易的理论，并依照自己的意志实现经济的增长。费洛斯在一篇总结性的文章中指

出，它“给消费者带来的不便，从长期看，与给国家生产基础造成的弱点相比危害要小。东亚地区快速增长的现代经济正反映了这一观点。不管喜欢还是不喜欢，我们生活在被亚洲的成功故事影响和塑造的世界里。我们需要解决如何在这里进行竞争的问题”。

正如一位时事评论员发表的评论，对质疑亚洲生产率增长的愤怒反响意味着，亚洲增长已经通过“自由企业的连锁合作、政府的财政干预和技术官僚的意志指引……”取得了成功。“……这是一个技巧……一种西方发达经济的管理者们还没有领会、需要学习的技巧。”

他是一语中的。亚洲经济在管理方法上与美国不同，表现出一定的特性。没有我们政府与商界之间的对手和守法的关系，在高增长的亚洲经济中，商界与政府的精英之间存在着一种不受禁令约束的紧密关系，一种默契的合作关系。我的意见是，这种密切关系在整个经济里起着重要的作用，它允许商界和政府通过合作使国民福利最大化。但是，很快这种不受禁令的约束就得到了一个新名字：“裙带资本主义”。它受到了谴责，准确地说，它在损害整体经济的情况下培育了难以令人信服的私人利益，从而成为危机的根源。

但在那时，危机难以在人们的头脑中浮现，至少在亚洲人的脑海中想像不出危机，危机只会在其他的地区爆发。

被忽略的警告：1995年的拉丁美洲

第3章

墨西哥危机开始后的4年，当亚洲悲惨的经历重演，以及巴西经济出轨时，人们才清楚地认识到，我们从墨西哥危机中学到了错误的经验。

假设一种文字游戏：一个人说一个单词，或者一条短语，其他的人马上将头脑中的第一反应讲出来。对有经验的国际银行家、金融官员或者经济学家来说，直到不久前，甚至是现在，如果你提到“金融危机”，他肯定会回答“拉丁美洲”。

几代人以来，拉丁美洲国家似乎专利般地与货币危机、银行倒闭、恶性通货膨胀，以及其他的金融痼疾联系在一起。羸弱的民选政府与强硬的军人政权交替执政，两者都用种种无法持久的公共计划来赢得大众的支持。为了给这些计划融资，政府或者从粗心的外国银行借款，结果是出现国际收支危机和赖账；或者开动印钞机，结果是恶性通货膨胀。到今天，经济学家将类似情形描述为“宏观经济的民粹主义”(macroeconomic populism)的危险；一提到“比索”，这个词，人们就假定这些资金很可能会出问题。

80 年代末期，拉丁美洲似乎终于得到了教训。在拉丁美洲，没人喜欢奥古斯托·皮诺切特(Augusto Pinochet)的残暴，但他在智利发起的经济改革被证明是极为成功的。而且，1989 年智利实现民主时，这些做法也原封不动地保存下来了。因此，智利对维多利亚价值(稳定的货币和自由市场)的回归，随着其经济增长的加速而越来越引人注目。而且，拉美其他国家的既定政策，似乎也走进了死胡同，1982 年开始的债务危机一拖再拖。到后来已经十分清楚，只有彻

底改变政策，这个地区才能重见天日。

于是，整个拉丁美洲都在改革。国有企业私有化了；进口限制取消了；预算赤字也缩小了；控制通货膨胀成为首要任务。下面我们将会看到，在某些情况下，一些国家甚至采取极端的措施，让人们对货币重拾信心。这一系列措施，带来的不仅是效率的提高，而且还有外国投资者的信心。因为在整个 80 年代(有的国家到 1990 年），拉丁美洲国家是作为一种“金融无赖”的形象出现的。那些急于从拉美债务危机中脱身的债权人，将他们的债权以原有价值平均 30% 的价格出售给其他愿意承担较高风险的买主。90 年代后，经过改革的拉丁美洲再次成为国际资本的钟情之地，大量的资金流入，令那些导致债务危机的银行贷款相形见绌。国际媒体开始谈论“新”拉丁美洲，特别是“墨西哥奇迹”。 1994 年 9 月，著名的瑞士达沃斯论坛出版的该年度的世界竞争力报告，就有当时的英雄人物墨西哥总统卡罗斯·萨利纳斯（Carlos Salinas)的专访。

三个月后,墨西哥陷入了最严重的金融危机。这场被称为“龙舌兰危机”①的事件，引发了 30 年代大萧条后单一国家最严重的经济衰退，它迅速波及到整个

① 龙舌兰酒（tequila）是墨西哥一种香味浓郁的酒，一旦打开瓶盖，香气迅速扩散。国际金融界专门用“龙舌兰效应”或“龙舌兰危机”来描述 1995 年的墨西哥金融危机。 ——译者注

拉丁美洲，几乎搞垮了阿根廷的银行体系。回顾起来，这场危机应该是一个警示，即市场的良好意见是多变的，今天的热情，到明天就可能变成信任危机，前者再好都不能保证后者不会发生。

但是，这个警告被忽略了。为何如此，我们需要先了解一下拉丁美洲这场被外界奇怪地低估的大危机。

80 年代以来的墨西哥

没有人怀疑墨西哥政府的水平。被称为“科学家派”(cientivicos）的总统的小圈子，是由那些渴望墨西哥成为现代国家的受过高等教育的年轻人组成的。他们相信，加速与世界经济的融合，才能实现现代化。在这里，外国投资者大受欢迎，他们的私有产权得到保障。因此，在墨西哥这种领导能力的影响下，外资成群结队地涌入，在这个国家现代化过程中发挥着重要作用。

但那是很久之前的事了。1876—1911 年，墨西哥的统治者是巴菲里奥·迪亚斯(Porfirio Diaz)，他终于被自下而上的群众起义推翻了。经过 10 年的内战之后，墨西哥出现了一个稳定的政府，该政府奉行民

粹主义和民族主义政策，对外国投资者、特别是对美国持怀疑态度。具有响亮头衔的“革命制度党”（The Party of Revolutionary Institution, PRI）的成员，希望用自己的方式实现墨西哥的现代化。他们通过实施关税和其他进口限制，将竞争力较强的外资挡在国外，鼓励本国的公司发展民族工业，满足本国市场的需求。当然，如果不寻求股权控制，外国资金是可以接受的；只要控股权控制在当地人手上，墨西哥政府便放手让其公司从美国银行贷款。

这种内向型的经济政策，可能会带来效率问题。除了墨美边境狭小的出口加工区外，墨西哥基本没有分享到经济全球化的好处。然而，这种内向型的经济发展政策一旦建立，它就成为墨西哥政治和社会体制根深蒂固的组成部分，构成了一个由工业寡头（它们可以得到信贷和进口许可）、政治家（他们从工业寡头处得到资助）、工会（由受保护的工业中收入相对较高的“工人贵族”代表）组成的“铁三角”。不过，直到 70 年代，墨西哥还很小心，在金融方面没有过分举动；增长率虽然令人失望，但并没有危机。

但到 70 年代末期，这种谨慎随风而逝了。由于发现了新油田，在油价上涨的鼓舞下，墨西哥获得了大批外国贷款，经济进入了狂热的膨胀阶段。

没有人注意到危险的信号。虽然有些关于金融可能出问题的零星报道，但总的看法是，墨西哥（以及

拉丁美洲）基本没有金融风险。这种自满是有道理的，因为直到 1982 年 7 月，墨西哥政府债券的回报，只比世界银行这种被认为安全的债务人发行的债券的回报略低，意味着投资者觉得墨西哥政府债券的风险是可以忽略不计的。

但是，就在这个月中旬，墨西哥政府的一个代表团飞到华盛顿，告诉美国财政部长，他们没钱了，因此无法按时偿还债务。短短几个月，危机扩散到整个拉丁美洲以及其他地区，因为银行不但不愿意新增贷款，还要加快收回原有贷款。大部分国家都在绞尽脑汁，避免马上出现清偿困难，它们手忙脚乱地采取了一系列措施，包括美国政府和国际清算银行等国际机构提供紧急贷款，“重新规划”债务的还款期限，还有被文雅地称为“共同提供贷款资金”（concerted lending）的方法(指银行或多或少被迫再向债务国提供贷款，以满足为现行贷款支付利息之需）。为避免金融灾难而做出的这一系列努力，造成了严重的经济衰退（还有一个昙花一现的轻微复苏）。1986 年，墨西哥的人均实际收入比 1981 年下降了 10%；在 4 年中超过 70% 的通货膨胀的侵蚀下，人均实际工资比危机前下降了 30%。

这时候，改革者出现了。作为 70 年代墨西哥执政党和政府中越来越具影响力的“新兴阶层”，这些人接受过高等教育，通常持有哈佛大学或者麻省理工

学院的毕业证书，操一口流利的英语，具有国际视野。一方面，他们是了解“革命制度党”人身依附关系的墨西哥人，需要带领革命制度党这艘大船重新启航；另一方面，其美国背景又令他们觉得：不改革，毋宁死。而且，经济危机令旧有的官僚手足无措，逐渐退出历史舞台，而新的“技术官僚”却可以解释自由市场是如何在智利运行的；出口导向是如何在韩国成功的；通货膨胀是如何在以色列被控制住的。一时间，他们成为时代的宠儿。到 80 年代中期，许多拉美经济学家放弃了 50 年代至 60 年代的陈旧观点，转向所谓的“华盛顿共识”（Washington consensus），即稳健的财政、低通货膨胀率、放松管制的市场和自由贸易，才能达致最好的经济增长。

1985 年，墨西哥总统麦戈尔·德拉马德里开始将上述信念变成现实，墨西哥的外贸进行了相当彻底的自由化改革：关税被大幅度降低了，政府控制的进口许可证的范围被大大缩小了。政府开始出售一些国有的企业，放松原来严格限制的外资控股权。最大的变化也许是，德拉马德里在选择接班人时，没有像往常那样选择“革命制度党”的主席，而选择了新兴改革阶层的领导：计划和预算部长卡罗斯·萨利纳斯（Carlos Salinas de Gortari），此人是哈佛大学肯尼迪政府学院的毕业生，周围还有一群主要在麻省理工学院接受训练的经济学家。

这里，我有意用了“选择接班人”这个说法。从1920年到1990年，墨西哥的政治体制十分独特。它实行的是纸面上的代议民主制，直到近年，这个理论上的制度才开始成为现实。但在萨利纳斯当选的1988年，墨西哥的民主还是一种传统“芝加哥政治”中的走过场的形式：在一党制体制下投票，实质只是授权而已，票数不足的话，在计票时做些手脚就可以了。但是，这套体制的特点在于，总统在六年的任期内有绝对专制的权力，但不能寻求连任；届时他必须退休颐养天年,将其权力交给选好的接班人。后者将由“革命制度党”提名参加选举，而且肯定获胜。

1988年，与墨西哥历史不同，这套制度却受到了挑战。萨利纳斯面临着一个真正的竞争对手——古奥海迪莫克·卡蒂纳斯，他是一位受欢迎的前总统之子，他以传统的、反资本主义的民粹主义，来对抗萨利纳斯的自由市场式改革政策。这是一场势均力敌的选举，卡蒂纳斯赢了。但官方正式的统计却显示出，萨利纳斯是总统。因此，萨利纳斯必须比所有前任都做得好。为此，他找到了那群美国新英格兰剑桥训练出来的经济学家。

萨利纳斯成功的几年，得益于两个重要的政策：首先是债务危机的解决。1989年初，美国总统选举结束后，美国政府对解决头疼的拉美债务危机展现出某种意想不到的意愿。美国的储蓄和贷款协会

（Saving & Loan Associations ）利用纳税人的钱从事投机行为而被迫关闭这件事，令美国改变了对拉美危机的看法。美国财政部长尼古拉斯·布雷迪在其令人吃惊的演说中，宣称拉美的债务不可能全额偿还，必须达成某种可行的债务减免计划。所谓的“布雷迪计划”，更大程度上是观念上的宣传，而不是实际操作的计划。布雷迪的演说是在官僚们的密谋中产生的，虽然在这个计划中，技术专家们可能有一些可行的债务减免蓝图，但他们不敢拿出来，因为一公布出来就会遭到反对。但是，该计划却给了墨西哥人一个极其重要的最初的权力，短短几个月内，他们马上设计出一个可行的方案，用票面价值较低的“布雷迪债券”来取代许多当前的债务。

墨西哥实施“布雷迪计划”，真正得到的债务减免是有限的，但它是一个心理上的转折点。看到外国银行放弃了过去那种无情索债的权利，长久笼罩在墨西哥人心头的阴影消失了，债务问题不再是国内政治的焦点。同时，那些因害怕套牢而不敢继续投资墨西哥的外国投资者，也看到事情到此告一段落，又愿意往墨西哥投入新的资金了。此时，为防止资金外逃而实施的高利率终于可以降低了，由于政府不再需要用高利率支付自己的债务，财政赤字的负担也很快减轻了。在“布雷迪计划”实施的一年里，墨西哥的金融形势完全改观了。

解决债务问题，不是萨利纳斯袖中的惟一把戏。1990 年，他令全世界震惊地宣布，墨西哥准备与美国和加拿大（后两者正在谈判，准备相互间实行自由贸易政策）建立自由贸易区。从数量上分析，提议中的北美自由贸易协定（NAFTA）不如想像般意义重大，美国市场对墨西哥产品已经相当开放，德拉马德里总统推行的贸易自由化政策，令墨西哥朝自由贸易方向迈出了一大步(当然,还没有走到头)。与债务减免计划不同的是，北美自由贸易协定的目的就是要改变人们的心理。在北美自由贸易区里，墨西哥对外资和外国商品的开放，不仅是本国的主动行动，而且是国际条约规定的义务。萨利纳斯希望通过这些不可逆转的措施让市场相信，墨西哥的开放过程同样具有不可逆转性；他也希望以墨西哥不可逆转的开放，换取美国保证让墨西哥产品永久地进入其市场。

乔治·布什接纳了萨利纳斯的提议。他怎么可以拒绝呢？当 1982 年的危机发生时，许多美国人害怕危机将导致墨西哥政治出现彻底变化，害怕在动乱之后反美势力、甚至是共产党势力上台。幸好，亲美的自由市场主义者——美国的同类，奇迹般地上台了，并且提出取消所有的保护性壁垒。拒绝这个提议，无疑是给墨西哥改革者一个大嘴巴，必然引起这个邻居的不稳定，增加对美国的敌意。

从外交政策的角度看，美国外交界对北美自由贸

易协定是充满信心的。正如我们将看到的一样，虽然说服美国的国会有一定的困难。但在一边倒的乐观情绪面前，这点困难不算什么。

因此，墨西哥的改革在继续推进，更多国有企业被出售了，更多进口限制被取消了，外国投资者更多了，对墨西哥前景的信心增强了。我记得，1993 年 3 月在坎昆(Cancún)，由一群主管拉美生意的跨国公司经理召开的会议上，我对墨西哥的形势提出温和的保守看法，认为改革的回报还是有一些令人失望。但我被礼貌地告知："您是这个房间里惟一对这个国家有负面看法的人。"正是与该房间里类似的人们，将大量资金投入墨西哥，1993 年墨西哥吸收了超过 300 亿美元的外资。

与昔日决裂的阿根廷

"富得跟阿根廷人似的"，是第一次世界大战前欧洲人的普遍形容。当时，阿根廷被公众和投资者认为是充满机会的土地。与澳大利亚、加拿大、美国一样，阿根廷是一个资源丰富的国家，也是欧洲移民和欧洲资金向往的地方。布宜诺斯艾利斯是一个充满欧洲风情的繁荣都会，那里有一流的英式建筑。该国便

捷的铁路网络，将生产出来的小麦和肉类输送到世界各地。在第一次世界大战前的国际经济体系中，阿根廷是一个富有者，它通过贸易和投资与全球经济相联，通过电报与世界资本市场沟通。

确实，阿根廷有着时不时多印钞票的习惯，有时会出现偿还外债的困难。但当时美国也是如此，没有人想像得到阿根廷会沦落到今天的地步。

与所有原料输出国一样，两次世界大战期间是阿根廷经济最艰难的日子。20 年代农产品的价格很低，到 30 年代终于崩溃。而且，在经济高潮时期欠下的外债，令该国情况更为糟糕。实际上，阿根廷像一个在好日子时过度借债的农民，发现自己受到价格下跌和以固定数量还本付息的双重压榨。但在大萧条期间，阿根廷也不像人们预期那样糟糕。它的政府没有太多的教条，不像发达国家那样不惜一切代价捍卫自己的货币财富。由于比索贬值，加上控制资本流出，延迟偿还债务，阿根廷经济在 1932 年就强劲复苏。实际上，到 1934 年，欧洲人再次向阿根廷移民，因为他们发现在那儿更有机会找到工作。

但是，随着时间的推移，在萧条中取得成功的非正统措施居然在经济中扎下根来，对经济起到越来越毁灭性的作用。对外汇的紧急控制，发展成为紧箍咒般的整套制度，这套复杂的管制制度，既限制了企业的活力，又滋生出腐败。对进口的暂时限制，演变成

永久的贸易壁垒，大量低效益的工业在后面生存着。国有化的企业，成为吸收公共资金的黑洞，雇佣了成千上万的工人，却无法生产实质性的产品；财政赤字不断增加，形成了更大的通货膨胀压力。

80 年代，事情更加糟糕了。经过 1982 年福克兰（马尔维纳斯）群岛战争的失败之后，军人政权下台，发誓要重振经济的劳尔·阿方辛(Raul Alfonsin)的文人政府掌权。但此时，债务危机像袭击拉美其他国家那样进攻了阿根廷，阿方辛政府希望通过发行新货币奥斯特拉尔(Austral)来稳定物价，但令人失望地失败了。1989 年，该国陷入真正的恶性通货膨胀中，价格年上涨幅度达到 3 000%.

1989 年选举的获胜者是卡罗斯·梅内姆(Carlos Menem) 他是一个庇隆主义者，即由朱安·庇隆将军建立的政党推举的候选人，后者的民族主义和保护主义政策正是将阿根廷带入第三世界国家行列的罪魁祸首。但是，梅内姆总统在经济方面居然做出了一个类似尼克松访问中国的举措，他任命多明戈·卡沃罗(Domingo Cavallo）为财政部长。卡沃罗是哈佛大学的博士[他在墨西哥的翻版是佩德罗·阿斯平(Pedro Aspe)]，他提出了一个比墨西哥还要彻底的改革方案。

方案的一部分是打开面向世界市场的大门，特别是结束将阿根廷的出口农业当作奶牛不停压榨的政

策，因为该国长期对农产品出口课以重税，以补贴其他的一切，这无疑是一个毁灭性的坏习惯。同时，该国庞大而又极无效率的国有部门被迅速出售（与墨西哥不同，阿根廷干脆连国有石油公司都卖掉了）。由于阿根廷由来以久的经济政策被誉为全世界最差的政策，这些改革当然面临极大的困难。

但是，卡沃罗最突出的改革是货币改革。为了结束改革冗长的通货膨胀史，他用一种几乎被现代世界忘记了的方法来重构货币制度：货币局制度。

货币局是传统的欧洲殖民地的产物。这些殖民地通常可以发行自己的货币，但当地货币的价值必须严格与宗主国的货币挂钩。在法律上，当地货币的发行数量，必须得到硬通货储备的完全支持。也就是说，公众有以法定汇率将当地货币兑换成英镑或法郎的权利，当地的中央银行必须保存足够的宗主国的货币，以备兑换全部当地货币之需要。

二战以后，随着殖民帝国的衰亡和当地经济自主性经济管理政策的推行，货币局制度默默无闻了。的确，在货币危机的冲击下，1983 年香港实行了货币局制度，将港元与美元以 7.8 兑 1 的比例挂钩。但那时香港是殖民地，当然它是一个极具活力的殖民地，而且，此前的货币危机并不引人注目。

毫无疑问，阿根廷需要建立自己的信誉。于是，卡沃罗翻出了这个老方法，奄奄一息的奥斯特拉尔被

新生的比索代替，而且新比索与美元的汇率被永久性设定在一对一的水平上，每个流通中的比索，都有 1 美元的外汇储备在背后支持。在几十年滥玩货币游戏之后，阿根廷终于放弃了货币发行权，除非有人愿意用同样的美元来兑换比索。

结果是令人鼓舞的，通货膨胀下跌到接近零的水平。与墨西哥一样，阿根廷也成功地实施了“布雷迪计划”，外资迅速重新进入，虽然进入的规模不如墨西哥大。实质经济则戏剧性地反弹，经过多年的衰退之后，在三年时间里，阿根廷的 GDP 居然增长了 25%。

墨西哥悲惨的一年

1993 年底，拉丁美洲地平线上有没有云层呢？投资者们兴高采烈：看起来，这个大洲新的自由市场体制终于发展为成功的乐园了。像我在坎昆的会议中遇到的经理们一样，外国商人都感到异常振奋：这个全新的自由化环境，给他们带来了无限的商机。只有一小部分经济学家怀有疑问，但问题也相对温和。

墨西哥和阿根廷面临的一个共同问题是，它们的汇率水平是否合适？两个国家都稳定了货币；两者都降低了通货膨胀水平。但是，两个国家通货膨胀下降

的速度都落后于汇率稳定的速度。例如，阿根廷的比索是在 1991 年与美元挂钩的，随后两年消费物价上涨了 40%，而美国的物价只上涨了 6%。同样的情况也发生在墨西哥，不过对比不那么大而已。于是，这两个国家的产品在世界市场上的价格会变得昂贵，有远见的经济学家都在怀疑，它们的货币币值是否被高估了？

一个相关的问题涉及到贸易平衡。（更准确地说，是经常账户平衡，它包括了服务、利息支付等，但我将两者混用。）90 年代初期，墨西哥的出口增长相当缓慢，主要原因是强势的比索降低了出口竞争力。另一方面，在进口壁垒撤销和信贷膨胀的双重作用下，进口飙升。结果是进口远远大于出口。1993 年墨西哥的贸易赤字达到了 GDP 8% 的水平，这是一个历史上少有的水平，这是一个危险信号吗？

墨西哥官员，以及国外许多人认为，这不是危险信号。它们的论据直接来自经济学教科书。从纯会计学的角度看，国际收支平衡表总是平衡的：一个国家向国外购买的每样东西，必须要与卖出同样价值的东西相匹配（经济系的学生们知道，在考虑到单向的转移之后，这个论断需要做出微小的技术性调整，不管它吧）。如果一个国家在经常账户上是赤字，即买进的东西超过卖出的，它们必须在对应的资本账户上有相等的盈余，即出售的资产超过购买的；反过来的道

理也一样：一个拥有资本账户盈余的国家，肯定会有经常账户赤字。但是，这意味着墨西哥成功吸引了外国投资者，他们购买了大量的资产，当然会出现相应的贸易赤字了。换句话说，贸易赤字实际上说明了外国投资者觉得墨西哥是一块投资宝地。乐观主义者们觉得，惟一值得关注的是，流入的资本是否有些虚假，即政府是否通过向国外借贷，或者是通过财政赤字导致国内储蓄短缺，得到了资本流入（正是 1982 年前发生的情况）。但是，墨西哥政府一直有平衡的预算，而且其海外资产（外汇储备）、而不是海外负债还在增加。因此，有什么可害怕的？如果私人部门想将资本倾注到墨西哥，政府有何理由阻止它们呢？

但是，墨西哥经济还有一个问题，它们有了各种改革，有了外资流入，但经济增长表现在哪儿呢？

1981—1989 年，墨西哥经济的年均增长率是 1.3%，远远落后于人口增长率，导致其人均收入远低于 1981 年的顶峰。在 1990—1994 年的“墨西哥奇迹”期间，情况当然好多了：经济以年均 2.8% 的速度增长，但这个速度只比人口增长速度略高。根据墨西哥自己的统计， 1994 年其人均收入还是远低于 1981 年的水平。奇迹到底在哪儿？或者说，所有这些改革、这些外资的利用成果在哪儿？ 1993 年，作为一个墨西哥经济的长期观察者，麻省理工学院的鲁迪格·多恩布什(Rudiger Dornbusch)（他也是包括

阿斯平在内的许多墨西哥经济管理者的老师），针对这种局面谨慎地写了一篇题为《墨西哥：稳定、改革，但没有增长》的文章。

“墨西哥奇迹”的捍卫者们指出，上述数据没有反映出经济的实质进步，特别是从低效、内向的工业基础向具有高度竞争力的出口导向产业的转型。但是，如此众多的资金流入，只有如此少的结果可以统计得到，仍然令人感到困惑。问题到底出在哪儿？

多恩布什和其他的人认为，问题出在比索的汇率上：过强的汇率使墨西哥产品被拒之于世界市场之外，让这个经济体无法充分利用其不断增长的生产能力。墨西哥需要的是一场贬值，一次性地将比索的美元价值减少，这样它的经济就可以前进了。毕竟，1992 年英国已经在市场的压力下（特别是乔治·索罗斯的压力，见本书第 7 章）让英镑贬值了，结果是经济由衰转盛。一些人认为，墨西哥需要服用同一剂药。（该观点同样适用于阿根廷，其经济增长速度虽比墨西哥快得多，但面临着居高不下的失业率。）

墨西哥人对这些言论嗤之以鼻，为了让投资者们相信他们还在改革的道路上，他们觉得没有理由贬值，也没有任何动力这样做。而且，由于北美自由贸易协定需要美国国会批准，看起来批准的压力很大，在这个关键时刻更加需要维护墨西哥的形象。对这个问题，罗斯·佩罗（Ross Perot）曾经严厉地警告过此

举会导致美国所有工作都往南转移。后来，越来越多的人提出了更加充分的反对理由。当克林顿从前任继承北美自由贸易协定之后，他终于在 1993 年排除了所有阻力，现在看来已经接近签署协定了，只是时间问题而已。

1994 年，墨西哥的一些重要事情出问题了。在新年第一天，在贫穷的农村地区恰帕斯（Chiapas）爆发了一场农民暴乱，这是一个墨西哥如火如荼的经济和政治改革都没有影响到的地区。政府的稳定虽然没有受到影响，但这件事提醒了人们，墨西哥的腐败传统和农村地区的贫困还没有多大改变。更严重的事件是，3 月份萨利纳斯选择的接班人多纳尔多·卡罗西奥（Donaldo Colosio）遇刺身亡。卡罗西奥是一个罕见的政治家，他集改革者和热情的民粹主义于一身，是以新思维带领这个国家继续前进的众望所归者。他的遇刺，既令墨西哥失去了一位急需的舵手，又让人们感觉到不让强有力的改革者出头的黑暗势力（腐败的政治头目？毒品贩子？）的存在。替代卡罗西奥的竞选者恩斯托·扎迭罗（Ernesto Zedillo）是一个美国训练出来的经济学家，其正直和才干是毋庸置疑的。但是，其政治上的天真，会不会受到旧官僚的欺骗呢？最后，革命制度党为了赢得选举，花费了大量的金钱，这些印刷出来的比索的相当一部分又被兑换成美元，吸干了墨西哥的外汇储备。

这次，扎迭罗比较公正地赢得了选举，因为他为取悦选民而提出了原来卡蒂纳斯的民粹主义政策，而后者的政策很有可能引发金融危机。一位墨西哥朋友告诉我，革命制度党威胁选民，如果不选举扎迭罗，“过去发生的一切，今天都会重演”。唉，金融危机又来了。

“龙舌兰危机”

1994 年 12 月，随着外汇储备的不断减少，墨西哥政府不得不做出决断。它们可以提高利率，增加比索对墨西哥居民和外国投资者的吸引力，从而减缓外汇流失的速度。但此举会打击工商业活动和消费支出，而墨西哥在经过几年令人失望的增长之后，此时正处在衰退的边缘。另一个方法，它们可以将比索贬值，希望此举能取得英国 16 个月之前取得的成效，即贬值不但可以使墨西哥的出口更具竞争力，还可以让投资者觉得墨西哥的资产值得投资，从而带动利率下降。

墨西哥选择了贬值，但它弄巧成拙了。

一个国家贬值时应该出现的情况是，投机者说：“好了，贬值结束了”，然后他们就不会再赌该国货

币汇率会继续下跌了。这也是 1992 年英国和瑞典贬值采取的方法。如果不是这样，投机者就会觉得第一次贬值是下一步贬值的前奏，然后开始投机。所以，为了防止这种问题的出现，政府在贬值时必须遵守一些规则：(1）如果你决定要贬值，就要一次性贬够；否则，你只是设定了还会进一步贬值的预期。 (2)贬值后，你必须发出明确的信号，表示一切已经在掌握之中，表示你明白好好对待投资者的重要性，等等；否则的话，贬值就会放大人们对实质经济的疑虑，令市场产生恐惧。

墨西哥两条规则都违背了。初步的贬值是 15%，只是多恩布什等经济学家建议的贬值幅度的一半。而且，政府官员的所作所为还把事情弄得更糟。新任财政部长杰姆·萨拉·普彻（Jaime Serra Puche），对外国债权人的意见毫不在乎，而且态度傲慢。更致命的是，不久后本国一些商人提前得到进一步贬值的内幕消息，而外国投资者却被晾在一边。于是，大规模的资本外逃成为不可避免的事情，墨西哥不得不立即取消固定汇率政策。

当然，萨拉·普彻很快被撤职了，政府开始发出正确声明。人们觉得， 1985 年以来的改革应该起些作用吧，但是没有。外国投资者只能是震惊——再镇静，他们发现墨西哥根本不像它看起来那么完美，只想不惜一切代价地逃离此地。很快，比索便跌到了危

机前汇价的一半。

最大的问题在于政府自己的预算。由于无法出售长期债券，只能以需要不停更新的大量短期债务来取代，政府的信用受到怀疑。墨西哥政府也不例外，为此目的而支付的大量利息正是 80 年代财政问题的主要原因。如前所述，1989 年“布雷迪计划”的最大好处在于让投资者放心，墨西哥可以以低得多的利率支付其短期债务。现在，这种好处没有了，到同年 3 月份，墨西哥的利率达到 75%，以便引诱投资者继续将资金留在这里。

更糟糕的是，为了让市场相信墨西哥不会贬值，政府把数百亿短期债务转化成与美元挂钩的短期债券（tesobonos），随着比索的贬值，这些美元化的债务急速膨胀，从而使这种债券的问题引起了广泛的关注，市场的恐惧情绪加强了。

政府的财政危机迅速扩散到私人经济部门。1995 年，墨西哥的实际 GDP 下降了 7%；工业生产下降了 15%，是美国 30 年代大萧条以来最严重的衰退，也比 1982 年债务危机引起的衰退更加厉害。成千上万的企业倒闭了，大量的工人失业了。为什么金融危机对实质经济有如此巨大的破坏力？为什么墨西哥政府不能像保姆公司一样防止这场危机的发生，这都是人们关注的焦点。但是，我们暂时把这些问题放下，我们看看与此相关的其他危机。

最令人震惊的是，这场危机不仅仅局限在墨西哥，它很快传染到世界的很多地区，特别是拉丁美洲其他地区，尤其是阿根廷。

这真是飞来的横祸。阿根廷与墨西哥的位置处在拉丁美洲的两头，很少有直接的贸易和金融往来。而且，阿根廷的货币局制度应该给其比索坚不可摧的信用，它怎么会受墨西哥金融危机的影响呢？

对外部投资者来说，也许所有拉丁美洲国家都是一回事。对阿根廷比索的投机一开始，很明显，货币局制度就发挥不了原来设计者所期望的作用。的确，流通中的比索都得到外汇储备中的美元担保，从这个机制上说，该国一定可以捍卫它的汇率。但是，不管是理性还是非理性，当公众将大量比索兑换成美元时，会出现什么后果呢？事实告诉我们，答案是该国的银行迅速进入破产的边缘，而且会将经济的其他部分带入破产。

事情是这么发生的：加入纽约的一家银行的信贷经理，对墨西哥的新闻感到担心，决定最好减少他在拉丁美洲的贷款，因为他不值得向自己的上司解释罗纳德·里根所说的“它们是不同的国家”，而保留在拉美国家的贷款。所以，他告诉自己在阿根廷的客户，他的贷款到期后不会续约，而是要按时归还。其客户从当地银行提取相应的比索，毫无困难地兑换成美元，因为中央银行有足够的外汇储备。但是，阿根

廷的银行必须补充自己的现金储备，于是它收回了向一位阿根廷商人的贷款。

这正是麻烦的开始。为了归还贷款，这位阿根廷商人也需要比索，他可能从另外一家银行的账户上提取现金，这又会引起下一笔贷款的催收和现金提取，进一步减少信用。换句话说，源自国外的信贷减少，在阿根廷会有成倍的效果：纽约每减少 1 美元的贷款，会造成布宜诺斯艾利斯的几个比索的贷款催收。

随着信用紧缩，阿根廷的商业环境开始恶化。商人们无法偿还他们的短期债务，他们的客户也受到同样的财务压力。存款人开始担心银行是否真的能够收回贷款，于是将钱从银行中取出来，造成信贷的进一步紧缩……这就是美国在 1930—1931 年经历过的信贷紧缩和银行倒闭的恶性循环。

现代国家对此早有防范：第一，存款得到政府的担保，存款者不用担心。第二，中央银行可以扮演“最后贷款者”的角色，将现金交给出问题的银行去满足存款者的需求，以解燃眉之急。阿根廷应该有能力处理好这个问题。

但事情并不如此简单。阿根廷的存款者可能相信自己的比索存款是安全的，但他们不那么确定这些比索是否还值那么多美元。为防万一，他们现在就会将比索兑换成美元。但是，阿根廷的中央银行不能扮演“最后贷款者”的角色，因为它需要有美元储备才能

印刷新的比索！因此，为了防范一种信心危机而设计的规则，恰好令这个制度对防范另外的风险无能为力。

1995 年初，墨西哥和阿根廷两国都从欢乐变成了恐怖：看起来两国的改革实验都会以灾难性的崩溃告终。

大援救

拉丁美洲最需要的是美元。有了美元，墨西哥就可以偿还其到期的与美元挂钩的短期债券；有了美元,阿根廷就可以印刷比索,然后借给心急如焚的银行。

在两个援救计划中，墨西哥的较大、较急，而且较困难。在国际货币基金组织（IMF）等国际机构可以提供较多资金的同时，欧洲和日本认为，援救墨西哥主要是美国的事，美国应该投入更多的资金。不幸的是，这在美国有很大的政治阻力。那些反对墨西哥加入北美自由贸易协定的人终于找到了证据，他们不愿意用纳税人的钱去拯救墨西哥以及向墨西哥贷款的银行。同时，保守者不喜欢通过政府干预去拯救市场的方法，他们特别不喜欢国际货币基金组织所扮演的角色。在他们眼中，国际货币基金组织是通向世界政府的第一步。很明显，美国国会不会批准援救墨西哥所

需要的资金。

幸运的是，美国财政部可以从自己能够决定和动用的外汇稳定基金中拿出钱来。这笔钱本来是作外汇市场紧急干预之用的，虽然其条款没有明说，设立该基金的目的却很清楚，就是稳定美元的汇率。于是，充满创造性的财政部用它来稳定比索的汇率。外汇稳定基金加上其他资金，墨西哥很快获得了相当于 500 亿美元的信贷额度，在令人心惊肉跳的几个月过去后，墨西哥的金融形势开始稳定下来。

对阿根廷低调的援救是通过世界银行进行的，后者向该国的银行体系注入了 120 亿美元。

对墨西哥和阿根廷的援救行动，无法防止严重经济衰退的发生。实际上，这场危机比 80 年代的债务危机还要严重。1995 年底，投资者的情绪平静下来，才相信这些国家根本不会崩溃。然后，利率下降，支出增加，不久，墨西哥和阿根廷都迅速复苏。对成千上万的商人和工人来说，危机带来了巨大的痛苦，但它结束得比大多数人预期的或害怕的情形要快得多。

学到了错误的经验

墨西哥危机过去两年后，看起来所有的东西都重

上正轨了。墨西哥和阿根廷经济都在膨胀，那些冷静的投资者确实获得了回报。因此，本来应该成为警告的事情，现在变成了自满的源泉。没有人公开地分析拉丁美洲危机的教训，人们对该次金融危机一个非正式的总结大概如下：

墨西哥式的金融危机不是世界大部分地区都会发生的，它是墨西哥的特殊情况。它是由墨西哥错误的政策导致的，即让汇率过高，在投机者攻击比索的时候增加信贷而没有控制信贷；弄巧成拙的贬值方法又吓坏了投资者。危机之后的经济衰退主要是由墨西哥独特的政治经济体制造成的，该体制还没有从民粹主义和反美情绪中走出来。在某种程度上，危机是对1998年竞选候选人攻击美国行为的惩罚。

简而言之，这个总结认为，墨西哥危机与世界其他国家没有太大关系。的确，危机扩散到了拉丁美洲其他国家，但阿根廷的问题并没有引起世界的注意，可能因为是其后有一个强烈的复苏。可以肯定的是，类似的危机不会在那些未实施宏观的民粹主义经济政策的、管理良好的国家中重演，特别是那些创造了奇迹的亚洲经济体，更不可能出现此类问题。

其他的教训涉及到华盛顿，即国际货币基金组织和美国财政部。从处理危机过程中显示了华盛顿的能力，即它有足够的资源和知识去控制哪怕更严重的危机。大批的资金被迅速动员到墨西哥，而且管了用。

与 80 年代停滞了 7 年的危机不同，这次危机在一年半后就过去了。显然，政府管理者对付该类危机的经验多多了。

墨西哥危机开始后的 4 年，当亚洲悲惨的经历重演，以及巴西经济出轨时，人们才清楚地认识到，我们从墨西哥危机中学到了错误的经验。

我们应该提出的问题，是世界银行和其后马里兰大学的经济学家古勒莫·卡尔沃(Guillermo Calvo)在很多会议上的提问："如此小的过失，怎么会导致如此大的惩罚？"墨西哥危机之后，人们很容易采取对付墨西哥危机的办法来解决其他危机，然后发现这些方法全部都是错误的。实际情况是，在这些政策看来很好的时候，甚至事后觉得它们没有什么问题的时候，它们对 1995 年的经济衰退也没有其他正面的作用。我们应该注意到一些评论指出，墨西哥和阿根廷根本没有出现严重的政策失误。如果有失误的话，也是墨西哥政府在紧张地处理问题时，暂时走到了市场预期的对立面，然后引发了一场可以自我衍生的恐惧过程。因此，我们应该认识到，墨西哥发生的事情在其他地方都可能发生，即对一个看来成功的经济体来说，市场和媒体对其管理者的推崇，并不能保证该经济体对突如其来的金融危机有足够的免疫力。

回想起来，我们太信任华盛顿，太信任 IMF 和美国财政部了。它们的反应确实充满勇气和决断，结

果也证明了这一点。但是，仔细分析就会发现，再重复原来的政策，未必可以再得到良好的效果。例如，美国之所以愿意通过法律上的花招调动大量资金援救墨西哥，主要是因为墨西哥对美国有着特殊的利益。而且，墨西哥对援救行动给予充分的合作，令事情简单多了，因为在类似事件中，扎迭罗政府并没有失去什么面子，墨西哥的历史也没有什么尊严值得捍卫。然而，对亚洲国家而言，它们习惯了过去的强硬立场，其领导人也有自己的行事风格，打起交道来非常困难。

也许最重要的是，我们没有理解到，在很大程度上，墨西哥和华盛顿纯粹是因为运气而成功。援救计划并不是一个对症下药的计划，它只是向焦头烂额的政府注入了急需的现金，政府愿意采取一些痛苦措施的原因，只是因为这些措施与实际的经济问题相关，而不是因为它要严肃地展示自己正在努力恢复市场信心。尽管实际经济受到严重影响，尽管它们成功了，但绝对没有理由相信这个方法下次还会奏效。

所以，没有人预料得到在亚洲有新的金融危机出现，更没有人考虑在危机来临时墨西哥式援救政策的无效性。而且，在亚洲最大的经济体日本已经明显陷入严重麻烦，而日本政府又解决不了这些问题时，居然没有人注意到这点，这是非常奇怪的。

第4章 不能兑现的未来：90年代的日本

从情理上讲，日本经济不应该出问题，但却陷入了长时间的衰退。日本的问题与东亚其他地区的问题不尽相同，但同样经历了痛苦……

因此，这是一个警示：灾难既然可以降临到日本头上，谁敢说不会出现在我们身上？

仅仅在昨天，美国还为日本而烦恼。日本工业的成功，让美国人既佩服又恐惧。在美国的机场，无论你走进任何一家书店，都可以见到一摞摞以升起的太阳和张牙舞爪的武士为封面的书：其中一些教你日本管理成功的秘诀；另外的在谈论经济战。或作为偶像，或作为魔鬼，或者是两者的混合，日本确实令美国人坐立不安。

今天，一切都烟消云散了。当听到又一家大型日本银行倒闭时，当听到日经指数又下跌了几个百分点时，人们或许有一种幸灾乐祸的快感，但我们对大部分情形都不再感兴趣。因为人们终于得出结论，日本人确实不像想像得那么厉害，可以把他们撂到一边去了。

这种看法太天真了。对我们来说，日本经济的失败与它的成功一样意义深远。日本今天发生的既是一场悲剧，又是一种警示。

这个世界第二大经济体系依然拥有受过良好教育和勤奋的工人；拥有现代的资本市场；拥有令人佩服的技术诀窍。不像前面提到的拉丁美洲国家，它有一个稳定的政府，收税时没有任何困难；也不像东亚的小国和地区，它是一个债权国，基本不需要看外国投资者的脸色行事。从理论上讲，跟美国一样，日本以其庞大的经济规模，只要把内部生产和内部市场协调好,就可以解决问题,不像一些小国那样需要仰人鼻息。

但是，在过去 10 年中，日本经历了一场前所未有的衰退。即使偶有增长，也短暂而微弱。作为世界第一生产大国的日本， 1998 年的工业产出还不如 1991 年。更糟糕的是，人们似乎已经对日本的表现绝望：日本公众不再觉得政府有回天之力；日本政府也觉得自己对失控的局面无能为力。

这正是问题之所在：从情理上讲，日本经济不应该出问题，但却陷入了长时间的衰退。日本的问题与东亚其他地区的问题不尽相同，但同样经历了痛苦，只不过其经济衰退的程度较缓和；另一方面持续时间却很长。

因此，这是一个警示：灾难既然可以降临到日本头上，谁敢说不会出现在我们身上？

日本经济到底是怎么回事？

“日本第一”

在历史上，从来没有一个国家像日本在 1953—1973 年那样迅速实行经济的转型，斯大林在前苏联实行的五年计划也相形见绌。在短短 20 年里，日本从一个大型的农业经济国，转型为世界最大的钢铁和汽车出口国；东京成为全球最大、最充满活力的国际

都会；人民的生活水准日新月异。

一些西方学者注意到了这个现象。早在1969年，未来学家赫尔曼·卡恩(Herman Kahn)出版了《即将出现的超级强国》一书，预计日本将在2000年成为世界第一经济大国。70年代末期，美国著名学者傅高义(Ezra Vogel)在其畅销的《日本第一》一书中详细介绍了日本的成就，引起公众的广泛注意。随着以汽车和家用电器为代表的日本高附加值产品潮水般涌入西方国家市场，人们开始探讨日本成功的秘密。

世事捉弄人。最有意思的是，当西方对日本日益重视并提高警惕的时候，日本经济高速增长的时代却结束了。90年代初期，出于各种原因（包括一些暂时无法解释的原因），发达国家的经济增长率下降了。曾经是发达国家中增长率最高者的日本，经历了最大幅度的下降。日本的经济增长率从60年代的年均9%，下降到1973年以后的不足4%。当然，这个速度在当时还高于其他发达国家，美国只有这个速度的一半。不过，以4%的速度计算，日本要成为世界第一经济大国的时间要延迟到21世纪以后了。尽管如此，日本经济的表现，还是为其他国家所羡慕。许多人认为，一方面日本经济的成功给世人提供了一个新的模式；另一方面，在某种程度上讲，日本经济的成功是以那些善良的西方竞争者为代价的。

这里，我们不需要重复日本成功的有关争论。简而言之，有两种观点：一种认为日本的成功源自其优良的基本因素，如良好的教育和高储蓄率等，也有人从社会学的角度来分析日本为什么能够用很低的成本生产出高质量的产品。另一种观点认为，日本发展出了一套完全不同的经济体制，一种全新的超级资本主义体制。逐渐地，有关日本的争论发展到对经济学的争论，发展到有人怀疑西方经济学的总体思路是否过时，特别是自由市场观念是否真有价值。

日本经济体制优越性的一个要素是政府的管制。在 50 年代至 60 年代，日本政府，特别是鼎鼎有名的通产省和不露声色但更有成效的大藏省，在指导经济发展方面发挥了重大作用。银行贷款和进口配额被分配到优先发展的产业，经济增长中有明显政府战略规划的痕迹。实际上，当西方真正重视和研究日本的时候，日本政府对经济的控制已大大放松了。但直到 90 年代，由中央主导的、独特的“大日本公司”(Japan INC)独霸世界市场的形象依然铭刻在人们的脑海里。

日本经济体制优越性的另一个要素，是大部分公司不用担心短期的财务压力。日本财阀（Keiretsu)(围绕一家主办银行而形成的企业群体）的成员之间相互持有为数不小的股份，保证公司的管理权基本不受外部股东的干预。日本企业不用过于担心股票市场的价

格，或者股市信心，因为主办银行会及时向它们提供所需资金，企业自己基本不需要通过出售股票或发行债券来融资。因此，日本企业不需要关心短期的利润，甚至连长期的利润都不太需要考虑。对此，人们会问：最终主办银行的资金状况是否会制约整个财阀的投资行为？如果这些贷款无法偿还，银行就会令存款者失去信心。但是，日本与大多数国家一样，存款者相信政府绝对不会让他们失去自己的存款，基本不会关心银行如何处置他们的存款。

因此，不管是佩服还是害怕日本体制的人，都意识到该体制的后果是一个国家可以从长远考虑问题。于是，日本政府可以一个接一个地选定“战略”产业，作为自己经济增长的动力。私营经济在政府的引导下进入这些产业，利用政府将外国竞争者拒之门外的保护政策带来的时间，在国内市场茁壮成长，然后大量出口。在出口过程中，它们不用考虑利润，只需要处心积虑打垮外国竞争者，抢到市场份额。逐渐地，日本就会在世界上主导这个战略产业，跟着日本会选择下一个目标。钢铁、汽车、录像机、半导体——接着是电脑和飞机，这就是日本的产业升级过程。

人们可以对这个过程的许多细节持有怀疑态度。不过，就是那些宽恕日本这种掠夺性发展行为的人，那些怀疑通产省是否真是万物皆知、先知先觉的人，

都承认日本这套制度与日本经济的成功有关。

不过，到后来人们同样认识到，政府与企业间的默契、得到政府担保的银行向关系企业的轻易贷款等原来被当作优越性的特点，被贴上了任人惟亲的“裙带资本主义”的标签，也正是这些特点，被看成今天日本经济问题的根源。

实际上，到 80 年代末期，任何有心人都可以发现这套制度的弱点。

泡沫、陷阱与麻烦

1990 年初，日本股票市场的总市值超过了美国。不要忘记，美国的人口相当于日本的两倍，其国内生产总值也接近日本的两倍。在拥挤的日本，那些从来就不曾便宜过的土地，价格上涨到不可思议的地步：根据一个被广泛引用的例子，东京帝国广场下面一平方英里土地的价格，居然比整个加利福尼亚的土地价值还高。日本的“泡沫经济”，完全可以与本世纪 20 年代西方的繁华相提并论。

80 年代末期是日本高度繁荣的时代，经济快速增长、低失业率、高利润率，表面上一切都无懈可击。然而，无论多好的经济数据都无法解释和支持这

段时间内土地价格和股票价格可以同时上涨 3 倍。尽管当时有人感觉到，金融市场的繁荣有一定的狂躁和非理性，因为那些在缓慢成长的产业中发展出来的传统企业，并不足以支持它们的股价飙升到 60倍、甚至更高的市盈率。但是，正如所有狂热市场一样，怀疑者们没有足够的资源或者是勇气去支持他们的论点，传统的智慧则在为金融市场上的天价寻找各种各样的理由。

金融泡沫并不是新事物，从最初的郁金香热到如今的因特网热，都是如此。看着旁人个个致富，连最理智的投资者都难以拒绝诱惑，都不得不放弃长远考虑。但是，以日本侧重长期战略性思维的传统而言，“大日本公司”的强烈计划、而非自由市场色彩，泡沫经济能够在日本存在时间之长，持续的程度之深，就令人奇怪了。

显然，日本那种长远规划、以社会利益控制投资的盛誉被扩大了。只要人们愿意回忆，那些一条腿依靠收买政治家，另一条腿依靠黑社会（Yakuza）关系发达起来的不动产投机者，在日本的作用是相当重要的，而且早就臭名昭著了。早在 70 年代，不动产市场的投机就差点造成了银行危机。只是后来突如其来的通货膨胀，一方面降低了投机者的真实债务；另一方面使坏账变成了优良资产，才让投机者们走出了困境。无论如何，日本经济泡沫的规模令人震惊。那么，

除了“羊群心理”之外，还有没有其他方法来解释这个现象呢？实际上，日本泡沫只是 80 年代世界上爆发的数个投机泡沫中的一个。所有泡沫都有一个共同点，即都是由银行融资的。特别是那些传统上比较稳重的机构，为了获得比市场利率高的回报，而向那些喜欢冒险，即使经营有问题者提供贷款。其中最著名的例子是美国的储蓄和贷款协会，这种在作家吉米·史蒂瓦特《美好生活》一书中描述的乡村小镇银行有着美式的质朴，它们在 80 年代被当成是田纳西地产投机大亨的代名词。类似的行为在其他地方也时有发生，连瑞典这样投机行为较少的国家都曾出现过。在所有这些现象后面，像前面基本的保姆衰退模型一样，经济学家认为其中包含了一个共同的经济学原理，就是道德风险。

道德风险这个术语起源于保险业。早期的火险业者发现，那些对本身财产进行了全额保险的地产业主对毁灭性的火灾有特殊兴趣，特别是当他们房产的市场价值因条件改变而低于投保价值时。 80 年代中期，纽约有一批有“纵火倾向”的业主，他们中的一些人专门用高于市场的价格从下属的皮包公司中买回大厦，并以此价格向保险公司投保，然后该座大厦就发生火灾，这就是所谓的道德风险。渐渐地，该术语被用于下列情形：一个人可以做出某些风险程度高的决定，一旦出了问题却要由别人来承担责任。

借贷自然容易产生道德风险。假设我是一个很聪明的人，但身无分文。由于你觉得我很聪明，于是决定借给我 10 亿美元，我可以按照自己认为合适的方式去投资，条件是一年后连本带息还给你。对我来说，即使你决定要收取高额利息，这也是一笔非常合算的生意。我可以拿这笔钱去投资，这次投资可能赚很多钱，但也很有可能赔本。当然我希望出现前一种情况，如果投资成功，我就发达了；反过来，如果投资不成功，我将宣布自己破产，留下你来收拾烂摊子，因为损失的钱都是你的。

因此，不管这个人多聪明，如果他没有本钱，没有人愿意借给他 10 亿美元，让他随心所欲地投资。债权人一般都会对债务人如何使用债款有一定程度的限制，而且债务人要有一部分本钱，这样他们就有理由不去冒太大的风险，以避免亏损。

有时候，债权人似乎会忘记这些规则，在看完债务人的高超表演之后，他们会毫不迟疑地将大笔资金借出，在本书第 7 章我们会从对冲基金身上看到类似奇闻。另外，债务人自己投入足够资金这件事也会造成市场不稳定。当资产价格下跌时，那些借钱购买资产者会面临“追补抵押”（margin call）的问题，他们只有两个选择：或者自己增加更多的本钱；或者卖全部资产以偿还债权人，这当然会令资产价格进一步下降，这个过程正是过去两年中金融危机的关键所

在。而且，在金融危机中，除了这种市场病理以外，还有一个体制性的原因，就是道德风险游戏的损失是用纳税人的钱支付的。

回过头来看日本财阀中的主办银行，存款者认为他们的存款绝对安全，因为政府会提供强有力的担保，发达国家、乃至全世界所有的银行都如此。对现代国家来说，即使它们不公开承诺担保存款，它们也不愿意因选错了银行而让孤儿、寡妇们丧失终身储蓄，就像洪水冲走了错误建造在易泛滥区的房屋，政府不能见死不救一样。只有那些极端保守派才希望出现另一种情况，但也只是希望而已。因此，人们不会过多考虑在哪儿盖房子的问题，更不会过多考虑在哪儿存钱的问题。

在这方面粗心大意，会给某些商人大好机会。你只需要开一家银行，让这家银行有一个响亮的名字和宏伟的办公楼，在许可的范围内提供尽可能高的利息，就可以吸收到足够的存款。然后，将这些钱以更高的利率借出去，通常是向那些可以支付得起高利率的投机者，特别是向你的朋友，或者向你用不同的名字开设的公司提供贷款。存款者不会关心你贷款的情况，因为他们清楚在任何情况下都会得到保障。于是你有一个很好的机会：如果投资成功，你会很富有；如果投资失败,你仅仅一走了之,剩下的事情由政府来处理。

当然，事情不会如此简单，政府监管者绝对不会

愚蠢到如此地步。事实上，从本世纪 30 年代到 80 年代，银行中很少发生类似事件，与私人贷款者一样，政府监管者会对债务人进行多番要求。政府会限制和规范银行如何处理存款，努力防止过高风险。通过资本充足率，政府要求银行的股东投入足够的自有资本。更微妙的，或者是无意之中，政府会限制银行之间的竞争，让银行执照本身成为具有价值的东西，包含更多的“特许经营价值”，银行执照持有者不会冒银行破产的风险去损害自己的“特许经营价值”。

但由于放松管制，这些限制在 80 年代的许多方面失效了。传统的银行是安全而保守的，因而它们可能无法将资金投入到最有生产效率的地方去。因此，改革者们建议引进更多的自由和竞争，让银行自行决定贷款给谁，让更多银行去竞争公众存款。在某种程度上，改革者们忘记了这等于给银行更多自由去增加风险，也减少了银行的“特许经营价值”，以至于银行可能不会为保护自己的“特许经营价值”而刻意降低风险。同时，市场上的其他变化，特别是多种公司融资方式的出现，进一步侵蚀了那些遵循传统的安全原则进行经营的银行的利润基础。

因此，80 年代全球有一种道德风险的流行病，几乎没有国家能够成功地处理这类事件，美国更是如此。美国政府在处理储蓄和贷款协会事件中表现出来的鲁莽、短视和经常带有腐败性质的决策，是道德风

险的经典之作。当然，日本传统的政府和企业间的关系、银行和客户间的关系、接受政府担保者与不受担保者间的关系，都不太干净，在放松金融管制的条件下特别容易出问题。与其他国家相比，日本的银行更不关心债务人的资信状况、更愿意贷出更多的资金。正因为如此，它们将日本的泡沫经济刺激到无以复加的地步。

泡沫迟早都会破灭，日本经济泡沫的破灭并不完全是自发性行为。出于对过度投机的担心，1990 年日本银行开始提高利率，以便挤出泡沫中的空气。开始时这一政策没有奏效，但 1991 年以后土地和股票价格直线下降，几年后它们的价格就从最高点下降了 60% 左右。

事件的最初乃至几年后，日本有关当局都认为这种下降是健康的，资产价格恢复到了理性而现实的水平。但是，事实越来越清楚地显示出，泡沫经济破灭不但没有带来健康的经济，反而令其陷入不断深化的危机中。

一场持续的衰退

与 1995 年的墨西哥和 1998 年的韩国不同，日本

经济(迄今为止)还没有经历在一年之内那种毫无理由的恶性衰退。泡沫经济破灭后的 8 年时间里，日本经济只下降了两个百分点。失业率只是逐步升高，而且以西方的标准看，并不是很高。但在很大程度上，这可能是统计上的问题，因为那些最晚被雇佣、最先被解雇的妇女和老工人如果找不到工作的话，他们一般不被政府统计为失业者。以美国现行的统计方式，日本的失业率可能接近 10%。

但是，日本经济不但年复一年地落后于过去的增长水平，而且低于它的生产能力所能提供的增长率。只有在 1991 年，日本的经济增长率才达到了 80 年代的平均水平。即使你认为日本的“潜在产出”（即所有资源充分利用达到的产出）突然下降到了 1991 年以前水平的一半，也只有 1996 年的短暂经济复苏令其实际产出达到了“潜在”的水平。

经济学家们用“增长型衰退”这个非常令人尴尬的词语来描述日本经济。增长型衰退指的是一个经济体虽然成长，但不能够充分利用其生产能力，所以越来越多的工人和机器设备被闲置。一般来说，增长型衰退很少见，因为宏观经济的繁荣和衰退都很明显，表现为经济或者快速成长、或者明显地下降，但日本居然经历了长达 8 年的增长型衰退。由于经济增长水平长期处于生产能力之下，日本出现了一种新现象，即增长型衰退进一步演变为“增长型萧条”。

日本经济的停滞内生出更多的矛盾。由于整体经济总是半死不活，一直到 1998 年，日本公众也没有强烈要求政府采取强有力的措施去解决问题。由于经济的引擎慢慢失去动力，而不是突然熄火，政府总是不停地吹嘘自己的政策已经奏效，而不顾经济增长已经远远低于它应该而且能够达到的水平。到写作本书的时候，日本政府官员还在庆祝新的胜利，因为他们通过大规模的财政支出，令日本经济在 1998 年恢复了正增长，仿佛日本经济的基本面已经完全改善了。同时，由于长时间的经济停滞，日本和国外的分析家们都倾向于认为日本经济今后很难以更高的速度增长了。

陷阱中的日本

1991 年日本经济的衰退并不神秘，因为金融泡沫迟早都要破灭，届时投资、消费乃至整个需求都会萎缩。如果美国股市明天就崩溃（如果本书出版的时候还没有出问题的话），其后果将是美国经济下滑，或者是一次短暂的衰退。这里采用“短暂”这个操作性的用语，是因为艾伦·格林斯潘肯定会竭尽所能，让美国经济再向前进。可以更加肯定的是，我们不用

担心那些被暂时掩盖过去的威胁和问题最终会爆发出来，我们不会坐以待毙，我们不用相信宿命论。

我们可以再回顾一下保姆公司的故事，假设美国股市会崩溃，这肯定会影响消费信心，问题在于这是否会带来一场经济灾难。我们可以按照以下逻辑进行对比：如果保姆公司的会员不愿外出，而宁愿在家积蓄保姆票券，会造成整个公司业务的萎缩。当然，如果公司管理层反应及时，迅速印制更多的票券，公司的业务并不必然萎缩。如果消费信心萎缩，我们的票券发行者艾伦·格林斯潘一定会多印钞票，正像他在1987年所做的一样。

假设格林斯潘反应不够及时，经济出现了衰退，也不用痛苦（即使保姆票券暂时少于所需要的数量，只要马上印刷更多的数量，就可以扭转乾坤），只要采取积极的货币扩张政策就可以解决问题，正像1981—1982 年和 1990—1991 年美国政府摆脱衰退的方法一样。

如何处置泡沫时期的不良投资呢？在很大程度上，这些资产可以说是浪费了的投资。但是，如果说根据过去的需要进行的不良投资会导致今天产出下降的话，人们似乎没有必要承担这个责任。如果说不良投资没有令生产能力增加；它也没有令生产能力减少，因此，为什么我们不多印钞票，增加支出，让宏观经济在充分利用生产能力的状态下运行呢？

不要忘记，保姆公司的故事告诉我们，经济出现问题的原因，并非是我们的过错而招致的惩罚。美国国会保姆公司出现问题，不是因为它的会员太糟糕，也不是因为它的会员照顾孩子的时候没有效率，更不是“国会价值”或者（任人惟亲）“裙带保姆”这类根本问题。它只是一个技术问题：太多的人去追逐那些数量太少的票券。而要解决这个问题，再简单不过了。所以，保姆公司的故事可以解决我们的悲观情绪和宿命论，这意味着可以非常容易地解决经济衰退问题。

既然如此，泡沫破灭后日本为什么不增加货币供应？日本怎么会陷在当前这种不可自拔的困境中？多印钞票为什么不能解决问题？好了，现在我们将保姆公司的例子再深化一些，让保姆公司面临的问题更接近日本经济的现实，从中再发现解决问题的方法。

首先，设想下列情形：一对夫妇发现他们必须连续多次出差，于是他们的票券不够用了，他们的孩子就可能得不到照顾，虽然他们愿意在回来后更多地照顾其他人的孩子以作为补偿。因此，这会给许多会员带来不必要的麻烦，公司的制度出问题了。

为了解决这个问题，保姆公司同意其会员在需要的时候可以向公司管理层借票券，随后再通过多照顾孩子的方式还给公司。我们还可以把这个故事改造得更接近现实，就是成员之间可以相互借票券，这个原

始的资本市场上的利息率，可以当作是公司管理层向会员借票券的“折现率”的参照。为了防止会员滥用向公司借债的权力，公司可要求会员在归还票券时，多归还一定比例的票券作为利息惩罚。

在新体制下，由于需要时可以借债，会员们不需要积蓄过去那么多的票券了。这样，公司管理层也发现了一个管理公司的新方法。如果公司管理层发现他们很容易找到保姆，但很难找到照顾孩子的机会，新体制就可以降低借票券的惩罚利息，鼓励会员增加外出，增加照顾孩子的机会；相反，如果难以找到保姆，就可以提高惩罚利息，让会员减少外出。

换句话说，在现实经济中可以有一个中央银行，它可以通过降低利息来刺激衰退中的经济；通过提高利率使经济降温。

但在日本，利率下降到了几乎零的水平，经济还在衰退的低谷。我们有没有新招呢？

假设保姆工作的需求和供给有季节性的差别，冬天又黑又冷，人们不太愿意经常出去，非常愿意留在家里并照顾其他人的孩子，同时积蓄票券以便夏天使用。如果季节性因素不太强烈的话，公司可以通过在冬天降低利率、在夏天提高利率的方法来令供求平衡。但是，如果季节性因素很强的话，即使利率是零，冬天愿意留在家的会员还是多于外出的会员，这意味着照顾孩子的工作不够多，人们会努力寻找照顾

孩子的机会；工作越难找，意味着人们为了积蓄票券以增加在夏天外出的机会，越不愿意在冬天外出，于是工作就会更少……如此循环下去，即使在零利率下，保姆公司也会出现危机。

现在就是日本经济的冬天。也许是人口老龄化问题，也许是人们担心未来的前景不妙，即使在零利率的条件下，日本人也不愿意多花钱，让生产能力得以充分利用。正如经济学家们说的，日本经济陷入了“流动陷阱”，上面所说的保姆公司故事就是“流动陷阱”的解释及其成因。一旦你明白了问题的关键所在，解决日本困境的方法就不言而喻了。

不幸的是，在写作本书的时候，日本有关当局完全不知所措。

茫然的日本

对付衰退的标准答案是降低利率，也就是说让人们更容易借到保姆票券，让他们尽可能出去消费。在泡沫破灭后，日本降低利率的反应似乎慢了些，但最终降到了接近零的水平。但居然没有效果，现在该怎么办？

应付这种情况的经典答案是与约翰·梅纳德·凯

恩斯这个伟大的名字联系在一起的，如果私人部门的支出不足以维持充分就业，公共部门的支出就必须填补剩下的空间，这需要政府去借钱，然后将这笔钱投资于政府的公共项目。投资可以提供工作机会，更多的人就有消费意愿和消费能力了，又可以进一步提供更多的工作……如此循环不已。当然，人们希望这些投资尽可能是好项目，不过项目好否并不是政府投资的首要目的，而只是第二选择。

美国就是采用第二次世界大战这种大规模财政赤字性公共工程的方式，彻底解决大萧条问题的，为什么日本不可以采用一种更和平的方式来达到同样的效果呢？

实际上，日本已经尝试过了。90年代初以来，日本出台了一系列财政刺激措施，政府举债建造道路和桥梁，根本不管这些道路和桥梁是否有用。这些刺激措施，直接创造了工作机会，而且每次推行时，整体经济在一段时间内都会明显上升。

问题是这些项目没有收到足够而持续的效果。1991年，日本政府的财政赤字为国内生产总值的2.9%，比较正常；1996年，这个比例上升到令人担忧的4.3%了，但经济增长依然缺乏动力。同时，不断增长的财政赤字令日本大藏省越来越担心，因为日本人口老龄化的压力很大（这可能也与日本的高储蓄率和低投资需求有很大关系），大藏省必须关注长期

预算问题。与其他国家一样，日本战后有一个生育高峰，现在面临一个人口持续老龄化的前景。与其他国家不一样的是，日本的问题更加突出，其工作人口的绝对数量在持续减少，而退休人口的数量在迅速增加。对于政府来说，退休公民必须享受到的公共退休金和健康照顾肯定会带来沉重的财政负担。标准的理财原则认为，日本政府今天应该建立一个信托基金来应付未来的需要，而不是不停地增加财政赤字。

1997 年，财政责任的问题引起了普遍关注，当时的首相桥本龙太郎增加税收，以便减少财政赤字。于是，日本经济直接陷入了衰退之中。

由于衰退，日本不得不再回到赤字财政的道路上。1998 年日本又推出了一个大规模的公共工程计划。但财政赤字问题已成为日本挥之不去的阴影，投资者很快注意到，当年日本的财政赤字计划达到国内生产总值 10% 的水平；日本政府的债务负担超过国内生产总值的 100% 。这些数字如果出现在拉丁美洲，后果就是恶性通货膨胀。当然，没有人觉得日本会出现恶性通货膨胀。不过，在 1998 年 11 月，穆迪公司轻微地调低了日本政府债券的资信状况； 1998 年 12 月，日本政府债券的利率急速上升，意味着投资者至少已开始担心日本财政的长期信用问题。因此，短期内日本采用赤字开支的做法也到了极限。

现在怎么办？

除了用增加政府支出来刺激停滞不前的经济外，向银行体系注入资金也是一个方法。人们普遍认为，1930—1931 年的银行危机造成的信用长期紧缩是大危机持续发展的重要原因。根据这个观点，如果当时能够借到钱的话，是有商人愿意多花钱投资的，而且这些商人也是够格的债务人，而不是借钱不还者。由于银行破产，或者由于公众对银行丧失信心，银行无法吸收存款，银行不可能向这些合格而又愿意花钱的债务人提供贷款。拿保姆公司的情况来对比，这意味着有一批会员愿意多在冬天外出，在夏天照顾孩子，遗憾的是他们在冬天无法借到足够的票券消费。

如今，日本银行在泡沫经济时代积累了许多坏账，泡沫经济破灭后的经济停滞又产生了更多的坏账。以写作本书的时候，大部分银行还没有认真地交代它们究竟有多少坏账，但每个人都清楚，在刨除那些不能清偿的坏账后，很多银行已没有自有资本了，或者说它们的自有资本远远低于法律要求。所以，一种有关日本经济衰退的理论认为，日本陷入“流动陷阱”的原因是它的金融体系太脆弱，如果银行体系的

问题解决了，经济问题自然就能解决。果然，1998年下半年，日本国会向银行体系注人了5 000亿美元的紧急援救资金，以充实银行的自有资本。

但是，似乎没有迹象表明日本民间需要贷款，而银行没有提供合格的贷款的情况发生。日本（还？）没有遭受1930—1931年美国、1995年阿根廷和1997年东南亚各国那样的银行危机。日本的银行还很有吸引力，人们继续将他们的钱存到这里，确认政府会保护他们的存款不会出事。实际上，如果银行股东的资本太少了，银行应该有冒险的冲动，而不是不贷款，这才是银行制度本身的弱点，但日本的情况似乎与此不同。

千真万确，1997年末日本出现了信贷紧缩，看来主要原因应该是日本政府加强了对银行自有资本充足率的要求。这种信用紧缩当然与1998年经济下滑2个百分点有关系。但是，信用紧缩到底是银行停止提供合格的贷款，还是停止不合格的贷款造成的呢？许多人认为是后者，在这种情况下，正在提高自有资本的银行应该不会增加贷款了。无论如何，那种认为银行一旦摆脱坏账，日本经济就有可能扭转持续8年的经济停滞，就会有美好明天的看法是靠不住的。

难道真的无可救药了吗？

有关通货膨胀的异端邪说

无可救药的根源在于，经济学家太长时间没有认真考虑“流动陷阱”的问题了。对于大国经济来说，上次出现类似问题的时间是30年代，而且历史学家们倾向于认为那不是真正的“流动陷阱”，可能只是政策的极端错误造成的，如果美国联邦储备银行大胆一些，就不会出问题了，现在的中央银行应该不会再犯这种错误了。因此，当日本经济在90年代中期出现“流动陷阱”的明显征兆时，经济学家们基本毫无准备，而且毫无兴趣。作为一名经济学家，我说这话可能太苛刻了。但我确实越来越震惊，世界上居然无人认识到问题的严重性，因为日本的“流动陷阱”无论对现实经济，还是对经济原理都是严峻的挑战。

不过，正如维多利亚时期伟大的经济学家阿尔弗莱德·马歇尔(Alfred Marshall)所说的，经济学“不是具体的真理，而是追求真理的发动机”。用大白话说，就是旧的方法可以指导新的现实。正像我们保姆公司故事的最新版本中指出的那样，中央银行降低利息通常可以治愈衰退，如果这个方法不奏效的话，该故事也隐含了解决问题的其他方法，我们可以用它来进行对比，展示日本如何走出困境。

保姆公司的基本问题是人们想在冬天积蓄票券，

在夏天使用，即使票券的利率是零也在所不惜。但是，从总量上看，保姆公司会员不可能都在冬天积蓄票券供夏天使用，如果这样的话，会员们就会发现没有足够的保姆工作可做。所以，个别会员的行为，从总体上会造成整个公司在冬天的经营出问题。

对经济学家来说，答案是一目了然的，就是让价格水平回到正常状态，即让冬天积蓄的票券在夏天使用时贬值，例如冬天积蓄的 5 个小时在夏天只能当 4 个小时用。这种方式会鼓励会员尽快使用积蓄的票券，从而创造出更多的保姆工作。你可能觉得这个方法不甚公平，因为它剥夺了会员们的积蓄。但在现实中，从保姆公司整体来看，会员们不可能都在冬天积蓄、在夏天使用，自然不能让冬天和夏天的票券以一比一的形式交换。

这个故事的现实意义是什么呢？这意味着一个处在“流动陷阱”中的经济体，需要预期性的通货膨胀，即要让人们认识到，在一个月或一年后，他们现在持有的同等数量的日元能够买到的东西比现在要少。

如果人们接受日本经济处于“流动陷阱”的观点，最直接的解决方法就是让人们形成通货膨胀的预期。我在保姆公司的故事中用比较生动的语言解释了个中原因，采用经济学家们标准的数学方法也不难得到同一结论。事实上，有一派学术观点认为，在用货

币政策对付经济衰退的过程中，需要适当的通货膨胀政策，其中著名的倡导者是美国财政部副部长劳伦斯·萨默斯(Laurence Summers ,美国新任财政部长),他在加入政府前就有此思想。因此，直到我关于“日本陷阱”的短文在 1998 年 5 月发表的时候，还没有经济学家积极推动日本实行“管理型通货膨胀”，这种局面是令人吃惊的。而日本官员和西方权威对我和小部分经济学家提出的建议的尖刻批评，或许反映了这个显而易见的方法得不到执行的原因。

因为人们头脑中根深蒂固的看法是追求物价稳定，鼓吹通货膨胀会带来事与愿违的危险结局。然而，物价稳定重要性的理念不是出自实事求是的经济学模型分析；恰好相反，它出自普通的经济学教科书对一般情况的分析。当我们面对日本这种特殊情况的时候，采用通货膨胀政策是自然不过的解决方法。但是，传统的经济理论和睿智不是一回事，我想，当一个又一个国家(地区)在金融危机面前陷入困境时,这两者的矛盾会越来越明显，人们必须做出艰难的选择。

在写作本书的时候，对如何解决当前的问题，日本国内和外部都爆发了激烈的争论。一些日本官员固执地坚持传统的政策，认为经济到了复苏的边缘；另一方面，少部分人建议实行所谓“数量放松”的政策，就是印刷足够的钞票形成通货膨胀的预期。显

然，后者受到包括我在内的外界力量的影响。当然，他们也不会令“数量放松”政策得以马上推行，他们只是在准备和等待时机。一旦更多的坏消息传出，改弦更张的时机就成熟了。

有关日元的看法

保姆公司的故事适用于“封闭经济体”，就是该经济体不与外国发生贸易和投资关系。无论从理论上还是实践中，对上述建议的反驳集中在日本经济与世界经济的关系上，即国际贸易和投资会改变上述政策的一切效果吗？

我认为不会，为什么呢？

我们可以从英国《经济学家》杂志对“管理型通货膨胀”建议的反驳入手。该杂志认为，通货膨胀无法刺激日本的支出，原因很简单，日本居民会将他们的钱一举转移到海外。这种观点对吗？

毫无疑问，通货膨胀预期会让日本公众觉得海外投资更有吸引力（在普通情况下，低利率也有同样效果），在其他条件不变的前提下，他们会转移更多的资金到海外。但是，正如我们在本书第 3 章分析国际收支平衡时指出的，国际收支是自动平衡的，如果日

本输出更多的资金(资本项目出现逆差),意味着它即时拥有更多的贸易顺差(严格说是经常账户顺差)。因为日本居民在将资金转移到境外的时候，他们需要将日元兑换成美元和欧元等外国货币，这样会降低日元的汇价，导致日本的出口商品更便宜，从而形成更多的贸易顺差。所以，从会计的角度讲，如果资本大量输出的话，日元一定会贬值到产生出足够的贸易顺差来补偿为止。

大量的贸易顺差意味着对日本商品的巨大需求，这当然不会有害于日本经济的复苏，或者说，这正好是医生所要追求的效果。

读者也许会觉得困惑，日本经济最初是如何陷入“流动陷阱”的呢？如果在零利率条件下，日本没有足够的投资的话，难道美国等地就没有投资机会吗？在存在投资回报差别的前提下，为什么日本就不能简单地、不停地输出其多余的资金呢？

问题的答案在于汇率机制。假设日元疲软产生了大量贸易顺差，也导致了资本输出。慢慢地，像英国在 1910 年左右的情况一样，随着对外投资发挥效益，日本居民就会从国外得到大量投资回报。如果他们想在国内消费，就需要将这些资金兑换为日元。同样，日本不可能总处在储蓄多于投资的状态，随着其人口老化，日本人要使用储蓄，这意味着他们会出售海外资产，然后兑换成日元汇回国内。所以，日元汇

率现在可能很疲软，但这不会妨碍它将来坚挺。考虑到这点，海外投资可能就不那么有吸引力了，因为以美元或欧元计算的投资回报可能较高，但如果未来日元升值的话，以日元计算的海外投资回报会大大降低，甚至出现负的回报。因此，我们可以说日元汇率下降，以及伴生的日元汇率由降转升的预期，会限制日本资金的输出能力。

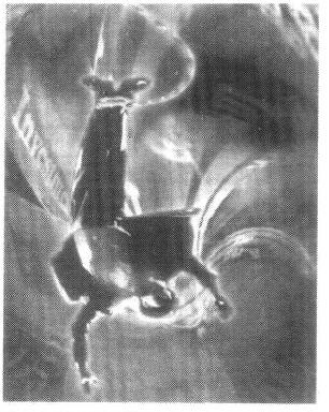
有鉴于此，即使日本可以向海外投资，即使日本的利率降低到零，但日元汇率很难下降到刺激出口增长，以使经济走出低谷的地步，日本经济还是在“流动陷阱”中。

如果日本政府接受通货膨胀的异端邪说，让人们相信在今后一段时间内每年的通货膨胀率会达到3%～4%的水平。通货膨胀就会减少储蓄的吸引力，增加借贷的吸引力，刺激国内开支的增加；同时，它会令日元汇率下滑，令出口在世界市场上更有竞争力。所以，实施管理型通货膨胀的政策，实际是降低日元汇率。不过，反对该建议的人对日元汇率下降提出了两方面的意见。在我看来，其中一方面是有道理的；另一方面是没有道理的。

有道理的一方面是，疲软的日元会令其他国家出现问题。应该说，日本的贸易顺差不会太大，因为日本出口增加的同时，由于国内投资和消费的增加，导致进口也会增加。但是，东南亚经济和中国会发现，

疲软的日元令它们难以应付；西方国家的钢铁等某些产业也会出现问题，这些问题都不可忽视。不过，为了捍卫自由贸易和资本自由流动的原则，而否定全球第二大经济体的复苏权利和希望的做法，是注定要失败的。因为在这种情况下，价格无法调整，供求也就达不到平衡状态。只有坚持贬值，坚持通货膨胀，日本经济才有可能走出困境。

没有道理的方面是，日本官员并不喜欢疲软的日元，或者他们以强势日元而自豪，或者他们有将日元发展为全球性货币的梦想（成为全球性货币又怎样？尽管人们不相信，美元的国际地位给美国带来的只是GDP的0.1或0.2个百分点的利益）。现在，这样的官员在日本政府中还很有势力，希望他们的势力不要维持太长久。为了某种虚无缥缈的梦想，而牺牲国家的经济利益，将是一个真正的悲剧。



第5章 一夕之间：亚洲的崩溃

1997年泰国货币泰铢贬值，触发了一场几乎埋葬亚洲大部分地区的金融风暴。关键的问题在于，为什么会发生金融风暴？它是如何发生的？

泰国不是一个小国，它的人口比英国或法国还多。曼谷是一个巨大的城市，它的交通十分糟糕。一提到曼谷，人们就会马上联想到交通阻塞这个恶梦。但是，从商业角度看，世界经济简直太大了，泰国只能处在边缘地位。尽管有过去几十年的高速发展，泰国还是一个穷国，泰国人民的购买力还不如马萨诸塞州一个州的水平。与庞大的日本经济不同，人们有理由相信，泰国的经济事务只与泰国人、与他们的直接邻居、和与他们有直接财务关系的生意有关联。

但是，1997 年泰国货币泰铢贬值，触发了一场几乎埋葬亚洲大部分地区的金融风暴。关键的问题在于,为什么会发生金融风暴？它是如何发生的？在回答这两个问题之前，让我们回顾一下泰国经济起飞、崩溃和危机扩散到亚洲其他地区的过程。

膨　胀

在亚洲经济奇迹中，泰国是一个后来者。作为传统的农业出口国，当 80 年代外资公司，特别是日本企业在此投资时，它才开始成为一个主要的工业中心。泰国经济起飞后，其表现非常惊人：最初的外商

投资成功，鼓励更多的外资进入；农民们离开乡下，在城市找到新的工作，整个经济以年均 8% 或更高的速度增长。很快，在泰国著名的寺庙旁边，出现了大量写字楼和公寓；与其邻国一样，数百万泰国人摆脱了赤贫的生活，至少开始了他们体面的生活，其中一些人还变得非常富有。

直到 90 年代初期，经济增长中需要的大部分投资还是从泰国本国的储蓄中产生的，外资只建立了大型的出口工厂；较小规模的生意都是泰国商人从自己的储蓄中融资的；新的写字楼和公寓也是从泰国居民在银行的存款转化来的。 1991 年，泰国的外债略低于当年的出口，处在安全范围之内。同年，拉丁美洲的外债却平均相当于出口的 2.7 倍。

但是，90 年代泰国的金融自给状况开始发生变化，这主要是外部因素造成的。按本书第 3 章所说的，拉丁美洲债务危机的解决，令第三世界又可以吸引外资了；东欧诸国政权的瓦解，外资国有化的威胁减少，令西方投资者觉得在外部投资的风险比从前低多了。90 年代初期，为了刺激经济走出那次温和的衰退，发达国家的中央银行将利率降低到罕见的水平，许多投资者都到国外寻求更高的回报。其中，最关键之处可能是，投资基金赋予原来的第三世界或发展中国家一个全新的名字——新兴市场，即金融机会的前沿阵地。

投资越滚越多。1991 年，流入发展中国家的私人资本为 420 亿美元，国际货币基金组织和世界银行等官方组织给第三世界提供的资金，超过了私人资本的总和。1997 年，官方融资逐渐放慢了，而私人资本增长了 4 倍，达到 2 560 亿美元的水平。最初，这些资金涌向拉丁美洲，特别是墨西哥。但是，1994 年后，它们流向安全得多的东南亚经济体。

资金是如何从东京或者法兰克福流入曼谷或达卡的呢？（大多数流入亚洲的资金的债主是日本人或欧洲人，不知是出于睿智还是出于运气，美国银行基本没有卷入此事。）这些资金到当地之后干了些什么？让我们一步一步地看。

我们从一个典型的交易开始：一家日本银行借了一笔钱给一家泰国的“金融公司”，后者是主要为外部资金转移到泰国而成立的机构。现在，金融公司持有日元资产，它要以更高的利率将这笔钱贷给一个当地房地产商人。但是，房地产商人需要泰铢而非日元，因为他要用本国货币来买地和支付工人工资。所以，金融公司先到外汇交易市场上，将日元兑换为泰铢，再贷给房地产商。

与其他市场一样，外汇市场是由供求关系决定的。某种东西的需求上升，其价格就会上升。金融公司需要泰铢，意味着泰铢对其他货币的汇率上升。但是，在经济膨胀年份，泰国政府承诺要维持泰铢与美

元汇率的稳定。为了做到这点，为了抵消泰铢的需求压力，泰国政府要增加泰铢的供应，即卖出泰铢而买回日元或美元等外汇。于是，最初的这笔日元贷款，间接转变成泰国中央银行外汇储备和泰国货币供应的同时增加。此时，泰国经济出现信用扩张，这不仅仅是金融公司这笔贷款直接提供的信用，还有新创造出来的泰铢所存入的银行创造的信用，以及这笔信用贷出去后，再存入银行而形成的新信用，如此继续下去，也就是经济学基础教科书中经典的“货币乘数”。（我在分析 1995 年阿根廷银行危机时，指出的正好是同一过程的反向运作。）

随着越来越多的贷款从国外涌入，结果是信用大规模扩张，造成新的投资浪潮。新的投资一部分以实物的形式出现，主要是写字楼和公寓；另外一些则以投机的方式，主要是不动产，也有股票。1996 年初，泰国经济开始重蹈日本 80 年代末期“泡沫经济”的覆辙。

为什么货币当局不想法阻止投机浪潮呢？

它们尝试过，但失败了。在所有东亚经济中，中央银行都尝试过将外资“中性化”：在外汇市场卖出泰铢的同时，泰国中央银行尝试通过出售债券从其他地方买回等量的泰铢，也就是将刚刚印刷的泰铢再借回来。但这种行为马上拉高了当地的利率，也拉大了当地与海外资金市场的利率差距，使海外借款更有吸

引力，更多的日元和美元涌入泰国，于是，中性化的政策失败了，信用继续扩张。

中央银行防止货币和信贷继续扩张的惟一方法，是停止美元与泰铢之间的固定汇率，让泰铢汇率上升。这也正是许多“事后诸葛亮”说泰国当时应该做的。但在当时，这种想法是不可行的。强势泰铢将使泰国出口在世界市场上的竞争力减弱（因为以美元计算的工资和其他成本会增加），而且，泰国认为汇率稳定有助于维持商业信心，泰国这样的小国无法承受美国才可以应付的汇率大幅度波动。

所以，经济高潮继续沿着自己的轨迹运行。正如教科书中所说，货币和信用扩张会逐渐达到顶峰。狂热的投资，以及刚富起来的消费者的巨额花费导致进口狂增；经济膨胀带动工资提升，使泰国出口竞争力降低（特别是作为泰国重要竞争对手的中国，在 1994 年实行了汇率贬值），因此出口增长速度下降。结果是出现大量贸易逆差，那些外资贷款不再被转化为国内货币和信用，而被直接用于进口。

为什么不呢？正如 90 年代初期的墨西哥一样，一些经济学家认为泰国、马来西亚、印度尼西亚出现的贸易逆差，不是经济体制转弱的表现，而是转强的象征，也是市场作用之使然。道理如下：从纯会计学的原理看，一个吸引了大量外资的国家必然出现等量的贸易赤字。只要大量流入东南亚国家的外资是合理

的，这些经济体出现的贸易赤字就合理。以该地区的经济增长水平和稳定性，难道外资不应该大量投入吗？而且，政府又没有大肆挥霍它们的预算，马来西亚和印度尼西亚在进行宏伟的公共工程建设时，用的都是当期的预算，它们的财政基本都处在平衡状态。因此，贸易赤字是私人部门的决策，为什么要对这种私人决策提出疑问呢？

不过，当泰国和马来西亚的贸易逆差上升到国内生产总值的 6%、7%、8% 时，越来越多的观察家感到不安，因为这正是墨西哥在金融危机前出现的情况。墨西哥的教训告诉我们，即使是由不受扭曲的私人部门决策形成的国际资本流动，也不必然值得信赖。投资者们对亚洲前景的盲目预期，与数年前他们对拉丁美洲前景的盲目预期何其相似。墨西哥的教训也告诉我们，当市场情绪逆转时，其负面效果是巨大而无法应付的。

应该注意的是，有关亚洲贷款是由私人部门决策形成的论断不完全正确。像日本在泡沫经济时代一样，东南亚都有道德风险问题，也就是很快被指证为“裙带资本主义”的问题。

让我们再回到泰国的金融公司，也就是那家借入日元开始信贷扩张的机构。这些金融公司到底是什么玩意儿？它们不是普通的银行，它们基本没有存款者，它们也不是西方的投资银行，后者掌握了特殊的

信息，可以让资金流向利润率最高的用途。因此，它们存在的原因是什么？它们存在的价值是什么？

答案基本是政治关系。一般来说，金融公司的主人是政府官员的亲戚。所以，对有关借贷都是私人部门决策的质疑不是空穴来风。当然，外国贷款给这些金融公司，不需要像美国那样用部分存款提供正式担保。但是，对外国债权人的行为，有一点是可以原谅的。当外国债权人将资金借给泰国部长的侄子开设的金融公司时，他们相信自己会得到特别保护，如果这项投资达不到预期效果，部长本人会想办法解决问题。在这个意义上说，外国债权人是对的，金融危机发生后，那些借钱给金融公司的外资，十中有九获得了政府的拯救。

现在，从部长侄子的角度来看问题。他是金融公司的老板，他的地位令其可以用较低利率获得资金，这一点毫无疑问。然后，更自然地，他可以以较高利率将钱贷给他的朋友，一般说，他的朋友是地产发展商。一方面，后者对新写字楼的投机行为很可能鸡飞蛋打；另一方面也可能成功。如果事情顺利，所有人都发大财。如果事与愿违，天也不会塌下来，部长会找到方法来拯救金融公司。所以，如果有好处的话，部长的侄子拿走；出问题的话，则由纳税人承担。

或多或少,类似的游戏在东南亚各国(地区)非常普遍，也注定迟早会出问题。在印度尼西亚，中间人

的作用不太明显，在典型的交易中，外国银行的贷款可疑地直接进入总统关系户控制的公司。香港百富勤公司破产是最好的例子，它直接贷款给了总统女儿开办的出租车公司。在韩国，那些大的外债借款者是财团控制的银行，韩国的财团垄断整个国家的经济，一直到不久前还垄断着整个国家的政治。在整个亚洲地区，这种关系却代表着政府不甚明确的担保行为。没有这种担保，外资要承担更大的风险，也不可能如此放心。当然，这种状况肯定会令过热的投机行为火上浇油。

因此，出现某种程度的危机就不足为奇了，我们中的一些入早在一年前就预计到会出现货币危机。但是，从来没有人认识到危机会如此严重。

7 月 2 日

从 1996 年到 1997 年上半年，原来创造了泰国经济膨胀的信用机制朝相反方向运行。当然，部分是外部原因造成的，如部分出口产品的市场疲软，日元贬值令许多东南亚产业竞争力减弱。但根本原因是泰国在自找苦吃，这是过去投资行为长期发展的必然结果，因为那些由廉价外国贷款直接或间接支持的投机性投资越来越多地出问题。于是，一些投机者破产

了，一些金融公司倒闭了，外国债务人越来越不愿意增加贷款。

在很大程度上，这是一个自我强化的过程。只要房地产和股市继续膨胀，即使有问题的投资看起来都是好的；如果泡沫中的空气逸出，亏损开始累积，信心的进一步减弱就会引起贷款的紧缩。即使在 7 月 2 日前，土地和股票价格已经从最高峰大幅度下跌了。

外债流入减慢，给泰国中央银行带来了巨大困难，随着美元和日元的流入减少，外汇市场上对泰铢的需求减少；相反，将泰铢转换成美元以应付进口需求的压力越来越大。为了防止泰铢的汇率贬值，泰国中央银行不得不采取与外资大量流入时相反的措施。它在外汇市场上卖出美元和日元，买回泰铢，以支持泰铢的汇率。不过，防止泰铢汇率上升与防止其下降不同，两者之间有一个重要区别，就是泰国中央银行可以按照自己的意愿，随意增加泰铢的供应，因为它只需多印钞票就可以了；但它不能印刷美元。因此，中央银行维持泰铢汇率的能力是有限的，迟早会用干自己的外汇储备。

维持汇价的惟一方法是减少流通中的泰铢的数量，提高利率，再次吸引外币进入。但这会引起另一方面的问题，由于投资高潮破灭，泰国经济在放缓（建筑工程减少，失业率增加，收入降低，这又意味着更多的裁员……），虽然这不算一场全面衰退，但

也显示出泰国经济告别了原来人们熟悉的模式，在这时提高利率会进一步打击投资，很可能将经济进一步推向衰退。

另外一个替代方法是让货币贬值，在外汇市场上停止购入泰铢，让汇率下滑。但这也不可取，贬值不仅有损政府声誉，而且会造成许多银行、金融公司和商业机构出现财务危机，因为它们持有大量的美元债务，如果泰铢贬值，它们的债务负担会大大加重，乃至出现清盘的危险。

泰国政府因为这种两难选择而犹豫不决，它既不愿意让泰铢贬值，又不愿意采取有碍国内经济增长的措施去减轻外汇储备流失的速度。因此，它不得不持观望政策，希望奇迹会发生，希望奇迹可以扭转上述趋势。

根据标准的理论，这将是一场典型的自我导入式货币危机，这正是那种经济学家热中于模型化；投机者热中于狙击的危机。当有迹象表明政府无法控制局面时，泰铢的汇价就越来越难以维持，汇率贬值会逐渐成为现实。但是，如果泰铢现在还没有贬值，就大有机会从中渔利了。

通常，只要泰铢与美元的汇率稳定，泰国利率高于美国会导致美元流入：人们借入美元；贷出泰铢。一旦泰铢贬值的危险加大时，上述机制就会反向运行：人们会借入泰铢，因为泰铢的美元价值很快会降低；同时买入美元，因为美元资产的泰铢价格很快会

升高。因此本地商人急于以泰铢借债，以美元还债；富人急于出售泰国政府债券，购买美国国债；最后也是最重要的是，一些大型的国际对冲基金开始借入泰铢，并想法把它们兑换为美元。

所有上述活动都涉及到卖出泰铢；买入外币。这意味着泰国中央银行为维持货币稳定要购买更多的泰铢，它的外汇储备会流失得更快。外汇储备的流失，会进一步加强人们关于泰铢迟早贬值的预期，一个经典的货币危机已经如箭在弦上，蓄势待发了。

到这个时候，任何熟悉金融的人都会告诉你，政府必须有所决断：或者做出不惜一切代价捍卫汇率稳定的承诺；或者让它马上贬值。但政府往往踌躇不前，犹豫再三，许多政府之前如此，更多的政府之后还会如此。泰国政府也是这样，虽然它一直在努力，希望通过不公开的“货币掉期”的方式（实际上是现在借入美元、将来偿还的意思），使市场相信它有更多的外汇储备，但它的外汇储备一直在政策取舍的犹豫中消耗。有时候市场的压力似乎小了，但很快它又会进一步加强。到 7 月初，游戏看来是玩到头了。 7 月 2 日，泰国人放弃了泰铢汇率。

到这个地步，应该不会再有新鲜事了。储备耗尽，对弱势货币投机，都是教科书上写得清清楚楚的。尽管墨西哥金融危机刚刚过去，大多数人都相信泰铢贬值就是故事的尾声：无非是政府蒙羞，一些投

资者损失惨重，但不会有灾难性的后果。泰国与墨西哥完全不同，泰国没有经历“稳定、改革、无增长”的阶段，没有煽动大规模公共建设的泰式卡蒂纳斯，所以泰国不会有严重的经济衰退。

结果是，我们都错了！

崩　溃

对于泰铢贬值引发的东亚经济危机，有两个问题是值得思考的：一是危机的机制，衰退是如何发生的？为什么一个小国的货币贬值可以在如此广阔的地区造成投资和产出的崩溃？二是在某种程度上更深入的问题，为什么政府没有，或者说不能防止灾难发生？宏观经济政策出了什么问题？

第二个问题需要更多时间来回答，至少部分原因是它在理性的人群中有尖锐的不同意见。因此我们把它放到下一章，让我们先简单地看看发生了什么事。

如果一切正常，货币贬值并不可怕。当英国政府在 1992 年放弃捍卫英镑时，英镑汇率下跌了 15%，然后就稳定了，投资者感觉到最坏的时期过去了，较低的汇率有助于出口，因此英国将比贬值之前更适于投资。同样，根据典型的计算，如果泰铢贬值

15%，泰国出口的竞争力就恢复了，所以类似幅度的贬值是可能的。然而，泰铢选择贬值后，汇率直线下滑，在随后几个月内，泰国汇率下降了 50%，如果不提高利率的话，汇价下降的幅度会更大。

为什么泰铢会直线下跌？一个简短的答案是“恐慌”，但有各种各样的恐慌，到底是哪种恐慌呢？

有时候恐慌就是恐慌，指的是在部分投资者中出现的，无法由现实来调节的非理性的反应。可以用一个例子来说明，1981 年，一个精神病患者刺伤美国总统里根后，美元马上贬值，这就是恐慌。这是一个突发事件，其实，就算里根真的死了，美国政府的稳定和美国政策的延续性也是不容置疑的。因此，那些头脑清醒而没有放弃美元的人都获得了回报。

值得注意的是，在经济学中，不管恐慌是如何发生的，它一旦发生，马上就有一种自我正名机制，因为恐慌本身可以为恐慌证明其合理性。最经典的例子是银行倒闭：当所有存款人同时提款时，银行被迫以低价出售自己的资产，于是银行肯定会倒闭，因此，那些不恐慌的存款者比那些早恐慌者要蒙受更大的损失。

事实上，泰国出现了银行倒闭，印度尼西亚的倒闭案更多。不过，只从银行倒闭来了解恐慌，未免“大题小做”了。在该地区真正发生的恐慌是一个循环，一个金融混乱和信心下跌相互影响的恶性循环过程，传统的银行倒闭只是这个过程的一部分。

图 5—1 描述了这个循环，图中描述的情形在有关亚洲国家都出现过。我们可以从循环的任何一方面开始，例如对泰国货币和经济的信心下跌，使国内外投资者将他们的资金从泰国转移出来，泰铢出现贬值的压力，由于泰国中央银行无法在外汇市场上购买泰铢以维护其汇率（因为它没有更多的美元和日元储备了），惟一的办法是提高利率和减少流通中的泰铢数量，以减缓泰铢汇率下降的幅度。不幸的是，货币贬值和利率提高，都会给企业造成财务问题，不管是金融机构还是其他公司都如此。一方面，那些有美元债务的公司发现自己的财务负担加重了，因为与每个美元对应的泰铢都增加了；另一方面，那些有泰铢债务的公司发现自己的财务负担也加重了，因为利率大幅度上升。由于高利率和资产负债表（即财务状况）出现问题，银行体系发现自己根本无法安全地贷出资金，这意味着商业公司不得不削减支出，从而引起衰退。当经济中出现这些坏消息时，一定会让信心进一步下跌，经济终于崩溃了。

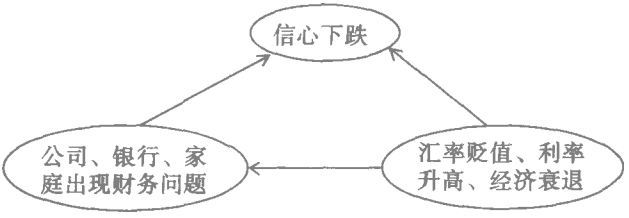


图 5—1　金融危机的恶性循环过程

撇开那些复杂的细节问题（这是研究人员的工作），上面的故事是相当直观的，特别是墨西哥在1995年发生了同样的事情。所以，为什么泰国货币贬值会带来如此惊人的破坏，基本答案是，尽管许多经济学家都知道这个故事的大致要点，尽管在理论上每个人都明白信心、金融市场和实质经济之间的互动关系，但在实际上，没有人能够认识到这个互动过程的强大力量。因此，没有人能够认识到危机的循环逻辑的爆炸性后果。

让我们用麦克风作一个类比。会议室中的麦克风总有回音，麦克风发出的声音会被扬声器放大，这个声音又会进入麦克风，如此反馈循环。如果会议室的回音不大，扬声器放大出来的声音也不大，这个反馈就会逐渐“缩小”，不会出现什么问题。但是，如果将麦克风的音量放到最大，这个过程就会“爆炸”：麦克风会将任何细微的声音放大，这个声音又会进入麦克风，再次被放大，于是会突然变成那种令耳朵极其难受的吱吱声。这里的关键在于，不是反馈的质量改变了，而是它的数量增加了，让人们耳朵难受的原因是麦克风的音量被调得太高了。

所以，尽管许多人不相信市场本身是不稳定的，不相信上述循环过程会强烈到造成爆炸性危机的程度，但现实中它们确实会让我们看看泰国金融危机的传染方式。

传 染

关于国际金融的重要会议，特别是国际金融危机管理的会议，一般都倾向于在纯朴的乡间度假胜地召开，可能有特别的个中原因。例如，二战后的国际货币体系是在布雷顿森林的华盛顿山饭店敲定的。每年夏天，主要国家的财政部长和中央银行行长都去沃尔明的杰克逊湖边小屋集会。也许因为这种地方可以让这些重要人物摆脱日常杂事，将精力集中到大事上来。无论如何，在 1997 年 10 月，当亚洲金融危机还在发展时，当人们尚未充分认识到其严重性时，银行家、官员、经济学家又在沃尔蒙特的伍德斯道克（英文原意为“森林之堆”）集中了。

那时，泰国十分清楚地陷入危机中了，其邻居马来西亚的货币受到波及；印尼盾贬值了大约 30%。这次会议中，人们普遍认为泰国是自找麻烦，马来西亚不值得同情，因为它像泰国一样出现了多年的巨额经常账户逆差，而且其总理对邪恶的投机者出言不逊，令事情更加糟糕。但是，人们一致认为印度尼西亚让其货币贬值的做法是明智的，很多人赞扬印度尼西亚管理经济的方法，虽然贬值的幅度可能过头了。

毕竟，印尼的经常账户赤字不到国内生产总值 4%，比它的邻国要小，1996 年的赤字水平甚至比澳大利亚还低。该国的原材料、劳动密集型产品等出口的实质基础看起来相当稳固，从总体上看，其经济基本面不错。

不到三个月，印尼的经济恶化到超过任何一个东南亚邻居的水平，实际上这是世界历史上最剧烈的经济衰退之一。印尼的危机不但扩散到东南亚，还影响到韩国。后者的 GDP 规模两倍于印度尼西亚；三倍于泰国。

有时候，经济传染是有原因的。人们常说，美国打喷嚏，加拿大就感冒，因为加拿大许多产品都需要在它南边邻居的巨大市场中销售。在出问题的亚洲经济中，也存在类似的直接联系，泰国是马来西亚的市场；反之亦然。此外，这些经济体都向第三地出口类似的产品，当泰国贬值时，它出口到西方的衣服会便宜些，间接造成了印度尼西亚成衣商的利润下降。

但是，所有的估算都表明，这种危机经济体之间的市场溢出效应，并不是危机扩散的主要原因。最明显的是泰国与韩国的关系，泰国既不是韩国的市场，又不是韩国的竞争对手，它与庞大得多的韩国经济基本毫无关系。

所以，比上述联系机制更重要的是，投资者头脑中对亚洲经济的印象。投资者的胃口是被这些地区共

同的“亚洲奇迹”刺激起来的。当一个国家的经济不再具有传奇性色彩时，他们立刻会怀疑其他的经济体。在伍德斯道克聚会的智者们，可能觉得印度尼西亚与泰国大不相同，但大街上的投资者并不如此，他们开始从这个地区撤退。

很明显，不管这些经济体有何区别，它们都有一个共同点，就是容易受到自我正名的恐慌机制的青睐。在伍德斯道克聚会的智者们对印度尼西亚的看法错了，恐慌性的投资者是正确的；这不是因为智者们对印度尼西亚经济的实质出现错误判断，而是低估了它的脆弱性。在马来西亚、在印度尼西亚、在韩国、在泰国，市场信心的丧失，开始造成金融和经济崩溃的循环。这些国家实物经济联系有限，但这不重要，重要的是在投资者心目中，一个国家的坏消息就是所有人的坏消息。当一个经济体对自我正名的恐慌缺乏抵抗力时，恐慌就降临了。

为什么是亚洲？为什么在 1997 年？

为什么亚洲会经历这场经济灾难？为什么会在 1997 年发生？正如比尔·克林顿指出的，问题的答案取决于“为什么”的含义。你可能问的是某个特定

的事件；或者更重要的是，你可能问的是亚洲那种极端脆弱性的源泉何在。

如果你坚持认为亚洲危机是由某些特定事件引起的，我们可以列举出一大串事件。一个是日元和美元的汇率变动：从 1995 年到 1997 年，日元汇率从令人不可思议的高空跌落到地上，由于大部分亚洲货币都以某种形式与美元挂钩，于是它们的出口在日本市场上日益昂贵，它们与日本产品在其他市场的竞争中处于不利地位，因而出口下滑。中国在 1994 年的汇率贬值，加上中国廉价的劳动力带来的竞争压力，也日益给泰国和马来西亚形成威胁。同时，世界电子产品，特别是半导体市场出现萎缩，而这个领域又对亚洲经济特别重要。

但是，亚洲在此前经历过更大的挑战。例如，1985年石油价格下跌，对作为石油输出国的印度尼西亚是一个极大的打击，但其经济照样在不利环境中成长。1990—1991 年那场不太严重但也在相当程度上影响了发达国家的经济衰退，减少了对亚洲出口的需求，但这个地区的动力依旧。所以，问题的关键在于,是什么改变了亚洲(或者说改变了世界),以致一些坏消息就会触发经济雪崩。

以马来西亚总理马哈蒂尔为代表的一些亚洲人，已经提出了一个现成的答案 —— 阴谋。马哈蒂尔认为，蔓延地区的恐慌不仅是乔治·索罗斯等大投机者

精心策划的，而且索罗斯是按照美国财政部的指令行事的，后者想摧毁亚洲经济。随着时间的推移，马哈蒂尔对投机者的攻击已经不像开头那样听起来刺耳、看起来愚蠢了。确实，对冲基金的作用太值得研究了，我们在本书第 7 章会仔细探讨。但是，对冲基金主要是在 1998 年发挥重要作用（在那时，人们也许不太留意，索罗斯等人的行为正好与美国财政部的意愿相反），至于危机是如何开始的，阴谋论似乎无法解释。

与此相对应，许多西方人将亚洲危机的原因归咎于道德问题的另一面，认为这是对亚洲“裙带资本主义”毛病的不可避免的惩罚。危机发生之后，每人都有整个地区如何腐败和过分的证据，例如那些金融公司；马来西亚宏伟的“科技走廊”；苏哈托家族的运气；韩国财团疯狂的分散性投资扩张（美国有一个笑话，一家内衣公司分散经营去买了一个滑水胜地，后来不得不将其卖给麦克尔·杰克逊，这个故事大概可以和韩国财团的行为类比），等等。但是，归咎于道德问题还是缺乏说服力的，至少有以下两方面理由。

首先，尽管裙带关系和腐败在亚洲盛行，它们并不是新生事物。韩国的财团实质就是用现代企业制度伪装起来的家族企业，它的主人早就习惯了特殊的优惠政策，如取得信贷资金、进口许可证、政府补贴等，这已经持续了几十年，而这几十年恰好是韩国经

济超高速发展的时期。以西方的标准看，这不是完美的体制，但它在过去 35 年中确实管用。其他国家的体制莫不如此，但都在同一时间陷入了危机，为什么它们的毛病只在 1997 年才凸现出来呢？

从这里引申下去，如果说危机是对“裙带资本主义”毛病的惩罚的话，这些不同发展水平的经济体怎么可能同时出现问题呢？1997 年的韩国与发达国家的距离并不远，其人均收入可以与南欧国家相提并论；印度尼西亚还是一个穷国，它的进步还是用人们每天能够消耗多少卡路里来衡量的。这两个毫不相干的经济体，怎么会同时陷入危机呢？

对我来说，合理的答案至少不是对“裙带资本主义”毛病的惩罚。亚洲经济确实有问题，真正的问题是对自我正名的恐慌的脆弱性。

让我们回到银行倒闭的例子，1931 年，美国约有一半银行倒闭了，这些银行的状况不尽相同，一些经营有严重问题；一些在 1929 年前就有太大风险；其他的则很好，甚至是经营很保守的。当恐慌心理扩散时，所有的存款者都想在第一时间拿回自己的存款，上面的原因都不顶用了，只有那些极端保守的银行生存下来了。因为它们有非常多的现金储备，用正常的标准看，这样的现金储备太多了。类似地，泰国经济非常糟糕，人们借债太多，又投在无用的项目上；印度尼西亚除了腐败之外，似乎不应该多受责

备，正如那些智者们想像的，其基本经济面不错。但是，在恐慌面前，这些区别无关紧要。

为什么 1997 年亚洲经济应付金融恐慌的能力比 5 年、或者 10 年前低呢？不是因为“裙带资本主义”，也不是政府错误的经济政策，而是因为它们开放了金融市场，它们有了更自由的市场经济（而不是逆市场自由化而行）。同时，它们抵抗金融恐慌的能力下降，还在于当得到国际债权人青睐时，它们趁机借了过多的外债。当信心下跌和金融危机的恶性循环开始时，这些外债负担加重了，加重的外债负担又令上述恶性循环进一步加强。所以，危机的原因不在于钱用错了地方（当然，有的用得好，有的用得不好），而在于新债是用美元借的，正是美元债务毁灭了整个经济。

深层次的问题

大多数关注亚洲金融危机的评论员，对本章的内容可能都有一定争议。一些人会认为道德风险性贷款造成的损失大于我所分析的，一些人会认为亚洲经济不错，危机本身是毫无道理的。对危机的具体机制（银行倒闭、地产价格、汇率、利率等的作用）的探讨

会持续几年，甚至 10 年。但我相信，总体上人们会同意我在本章所作的分析。

真正值得争议的是政策，因为人们在批评处理危机的政策的同时，也批评那些制定政策的人。难道没有政策可以减缓危机造成的损害吗？政策制定者们是否称职？还是政策制定者们把局面弄得更糟糕了？

第6章 信心游戏

奇妙之处在于，一旦你觉得自我强化危机的问题很严重时，市场心理的因素就至关重要了。在预期的范围内，心理因素可以重要到哪怕是投资者的偏见就可以左右实质经济，也就是所谓的“信则灵”。

在1930年12月，当种种迹象显示出那不是一场普通的经济衰退时，约翰·梅纳德·凯恩斯尝试着向公众解释危机产生的原因。他表示："我们陷入了不可自拔的危机中。"他认为，经济的引擎不可能再按照过去的经验重新自行发动，而需要政府做出启动。在某种程度上，这是一条革命性的论断。但是，从更深的层次看，凯恩斯又是相当保守的。他认为引擎本身没有出问题，而在于一些可以修正的技术性故障。当时，世界上许多学者认为资本主义制度已经失败，从大萧条中走出来的惟一方法是实行中央集权的计划经济。凯恩斯则认为，资本主义并不注定要灭亡，一些细微调整就可以让该制度重新运作，而这些干预是不涉及到私有产权和个人决策的。

令怀疑论者困惑的是，资本主义制度居然生存下来了。也许今天的自由市场倡导者不愿相信，资本主义制度能存活的原因基本上就是凯恩斯开出的药方。第二次世界大战为凯恩斯倡导了数年的药方的实施提供了机会。但是，能够恢复人们对自由市场信心的，不是经济从大萧条中走出来，而是政府宏观经济政策的干预，即在衰退时降低利率或增加财政赤字，在一定程度上可以让自由市场经济在接近充分就业状态下实现经济的稳定。实际上，资本主义及其经济学家已经让公众相信：从现在起，自由市场制度没有问题了，因为我们有了足够的知识去防止危机再次发生。

这条含蓄的道理有一个名字，50年代保罗·萨缪尔森（Paul Samuelson）在其著名的教科书中称之为“新古典推论”，但我宁愿将其称为“凯恩斯契约”。

尽管后来不时出现经济衰退，这条契约在美国和其他发达国家还是有效的。当衰退发生时，人们都期望联邦储备银行采取在1975年、1982年和1991年相同的做法，即降低利率去刺激经济。我们也期望总统和国会在必要的时候降低税收和增加开支，以更好地解决问题。我们当然不会再用赫尔伯特·胡佛的方法去对付经济衰退，即在衰退时提高税收、减少开支和提高利率。

然而，当金融风暴袭击亚洲经济时，这些国家采取的应付措施却几乎都是美国对付衰退时的相反政策。财政上实行紧缩，银行利率上升到惩罚性的水平。出现这种情况，不是因为这些国家的决策者愚蠢，或者他们得到的是错误信息；相反，他们中绝大多数人都非常清楚“凯恩斯契约”，在过去，他们也努力坚持这条契约（世界银行曾经赞扬他们推行了“行之有效的理论”）。无论如何，危机发生后，这些国家发现它们的政策不得不听命于华盛顿，也就是听命于国际货币基金组织和美国财政部。这些机构的领导能力是极其高超的：在历史上，从来没有如此众多的一流经济学家拥有如此大的权力。

为什么这些极端聪明的人对新兴市场经济提出的政策，与那些可能用于美国国内的政策完全相反呢？（如果美国在衰退的时候提高税收和利率，我们也会经历经济崩溃。）一个简短的答案是，“出于对投机者的恐惧”。不过，这条简短的答案只在某些特定的场合适用。为了理解这一点，让我们先看一下国际货币的两难问题。

国际货币体系如何失灵？

从前，世界上只有一种单一货币：“地球元”(Globo)。它的管理很好，在其主席艾伦·格鲁伯(英文的意思为“地球”)·斯潘(Alan Globe Span)的领导下，全球储备银行（Global Reserve Bank)会在经济出现衰退迹象时增加全球货币供应量，在出现通货膨胀迹象时收紧货币供应。后来人们都觉得这段时间是一个黄金时代，商人们特别喜欢这套体制，因为他们可以在世界任何地方毫无困难地买卖。

但是，这套制度有毛病。把世界作为一个整体来看，全球储备银行尽管可以小心翼翼地避免世界经济大起大落，但它无法照顾到每个地区的利益，因为货币政策会带来地区性的利益冲突。例如，由于欧洲和

亚洲出现一定程度的衰退，全球储备银行采取放松银根的政策，但是，这种政策可能会在北美洲造成通货膨胀。当全球储备银行因北美洲的通货膨胀而收紧银根时，又可能加剧南美洲的经济衰退。由于没有自己的货币，各洲政府无法自行解决问题。

随着矛盾越来越大，这套制度逐渐瓦解，每个洲都会有自己的货币，然后根据自己的需要采取相应的货币政策。当欧洲经济过热时，可以减少欧元的供应量；当拉丁美洲衰退时，可以增加拉丁元的供应量。于是,放之四海而皆准的货币政策的内在矛盾不存在了。

不料，为解决原有问题而采取的新办法本身又衍生出新问题，各洲之间的汇率会大幅度波动。人们可能认为，汇率是由贸易需求决定的，如拉丁美洲将拉丁元兑换成欧元，以购买欧洲生产的货物；反之亦然。但是，人们很快发现，汇率市场主要是由投资者决定的，即那些买卖货币以购买股票和债券的人，决定了汇率市场的供求。由于这种需求高度不稳定，其中又包括了投机的成分，货币币值当然就不稳定了。更糟糕的是，人们还对货币币值本身进行投机，结果是汇率动荡，给商业带来不确定性，因为商人们根本无法计算他们海外资产和负债的真实价值。

因此，一些国家尝试稳定它们的汇率，它们在外汇市场上买卖货币，以便维持汇率的稳定。同时，中央银行保持在必要时改变汇率目标的权力。例如，为

了应付失业的压力，它们可以在必要时使自己的汇率贬值。

哎呀，这种“可调整的盯住”汇率制度可给投机者机会了：当一个洲的经济陷入困境，其汇率看起来要贬值时，投机者就会提前出售该种货币，这会压迫该洲的中央银行或者提高利率（当然会令经济更加恶化），或者立即贬值。此外，中央银行还有一个选择，它可以通过限制资本的流动来直接打击投机者。

所以，世界各大洲都会从下列三种汇率制度中选择其一，这三种制度都有严重的缺陷。它们可以选择一个独立的货币政策，而让汇率自行波动，这样它们就可以对付经济衰退；它们可以选择固定汇率，让市场相信它们绝对不会实行贬值，这会令商业活动简单而且安全，但会将上述的“放之四海而皆准的货币政策”的矛盾带回来；它们还可以选择“可调整的盯住”汇率制度，即在稳定汇率时保留调整的权力，为此，它们需要限制资本的流动，这点很难做到，而且会给商业活动增加额外的成本。同时，像限制任何有利可图的交易一样，这种限制是腐败的温床。

好了，现实并不如此。从来就没有所谓的“地球元”，与之接近的是 30 年代前实行的金本位制。不幸的是，金本位制并没有用来防止世界经济的波动。但是，历史确实比较清楚地告诉了我们，一个国家的经济在全球化时代面临的两难选择的三个方面，或者

说是“三难选择”。

一般来说，宏观经济管理者们有三个目标。他们需要灵活的货币政策，以应付经济衰退和通货膨胀的威胁。他们需要稳定的汇率，使商业活动不至于面对太多的不确定性。他们还需要让国际商业活动自由进行，特别是让人们自由地买卖货币，以维持私有经济的精髓。

“地球元”的故事及其结局告诉我们，各国不可能同时达到上述三个目标，它们最多可以达到两个目标。它们可以放弃汇率稳定，这意味着像美国和澳大利亚那样实行浮动汇率制；它们可以放弃灵活的货币政策，这意味着像阿根廷那样实行固定汇率，甚至像某些欧洲大陆国家那样取消本国货币；或者，它们可以放弃完全的自由市场原则，实行资本管制，这是大多数国家在 40 年代至 60 年代的做法，也是中国和马来西亚现在的做法。

这三个都不甚完美的办法中，哪个最好？一些人觉得汇率稳定的好处最大，因为独立货币政策的好处似乎被夸大了。该观点的支持者们往往举例：美国横跨一个大洲，但只有一种货币，而且运行良好； 3亿欧洲人也正在推行单一货币，为什么全世界不这样做呢？但是，大多数经济学家指出，美国能够实行单一货币有其特殊性，因为它的工人可以从衰退的地区迅速流动到膨胀的地区，所以其单一的货币政策在全国

或多或少还能够管用。而欧洲的新货币欧元就充满争议了，许多经济学家都质疑欧洲是否像美国那样需要单一货币。无论如何，欧洲主要国家之间情况相似而且联系紧密，所以在大部分时间里，适用于法国的货币政策也适用于德国；反之亦然。但是，人们很难想像出，谁可以发明一种既适合美国，又适合日本的货币政策工具，更不用说既适合美国，又适合于阿根廷的工具了。所以，很少有经济学家愿意回到金本位时代，也没有人热中于所谓全球通用的“地球元”，维持国家，或者说地区的货币独立性还是必需的。

另一方面，战后第一代人实施的将固定汇率与凯恩斯主义结合起来的资本管制制度似乎也不合潮流。其根本问题在于，这些管制无法区别哪些国际交易是“好”的，哪些交易是“坏”的。一个将资金从马来西亚调出的投机者，事实上所从事的是一种有害于社会的活动，因为他想从货币贬值中牟取暴利。一个赢得了外国订单的马来西亚出口商，让外国客户先买后付款(等于向客户提供了出口信贷)却是在帮助马来西亚争取国际市场。但是，假设出口商怀疑马来西亚货币林吉特很快会贬值，要求他的外国客户支付美元，并鼓励他们在交易完成后推迟付款，这样他在贬值前就不用按货币管制规定将美元上缴政府，而可以在本国贬值后得到更多的林吉特。出口商这种做法的后果，与他在黑市上用林吉特兑换美元并无二致。同

样，有多种多样的方法可以混淆正当的生产性经营和货币投机，其后果或者意味着人们很容易逃避货币管制措施，或者政府只能不分青红皂白地将正当的生意也管死（如限制出口商给客户的出口信贷）。40 年前，大多数国家的政府认为，为管制而付出代价是值得的。但是，我们今天生活在一个重新认识了自由市场真谛的世界里，人们怀疑政府干预的作用，他们尤其清楚管制越多、贿赂越多、腐败越多的关系。

到 90 年代中期，大部分经济学家都认为自由浮动汇率在三难选择中带来的问题不像以前那么大了。事实上，在这段时间里，汇率波动的幅度远远超过实际经济状况“应该”反映的状况。例如，美国与日本间的实质经济关系没有太大改变，但过去 5 年中，日元对美元的汇率从 120 上升到 80，又下降到 150，最近又回到 110 的水平。虽然那些主张浮动汇率的人士也认为，在经济一体化程度加快的地区的“最佳货币区域”应该是固定汇率制度，甚至可建立一种共同的货币（欧洲是否属于这样的区域是另外的问题）。但总的来说，大部分经济学家都倾向于选择浮动汇率，特别是因为浮动汇率符合“凯恩斯契约”的原则，即它既维护了自由市场原则，又可以达成充分就业的目标。

浮动汇率的意义十分清楚，美国就是利用天真地忽略美元汇率波动影响的政策来为自己服务的。当美元对日元汇率、美元对欧元汇率在不停地折腾时，这

种烦恼对美国联邦储备银行只是小事一桩，它不需要为美元汇率稳定做出任何承诺，在衰退或金融危机来临时，它只需要将自己的精力放在迅速地、大幅度地降低利率上。

我们最好看看澳大利亚的例子。1996 年，1 澳元差不多相当于 0.8 美元，到 1998 年夏末跌到比 0.6 美元多一点的水平。这毫不奇怪，澳大利亚的出口大部分流向日本和出了问题的亚洲经济体。但除 1998 年夏天短暂的一段时间外，澳大利亚没有想方设法去维持其汇率水平，它既没有在外汇市场上买入澳元，也没有提高利率；相反，汇率水平下降竟然自动停止了。当澳元汇率下降时，投资者觉得是投资购买便宜货的好机会，因为他们觉得澳大利亚的经济相当稳定，因此，这种信心成就了“澳大利亚奇迹”，尽管澳大利亚严重依赖出了问题的亚洲市场，但 1998 年它有可能实现经济繁荣。

澳大利亚可以轻而易举地避免其邻居的灾难，为什么印度尼西亚和韩国就不行呢？

双重标准

假设一个有点问题的国家的经济正在逐渐放缓，

而且放缓的速度比正常的速度慢。经济放缓的原因，可能是政府有财政赤字（不过赤字的水平并没有到令政府破产的地步），也可能是银行因为政治关系贷出太多的资金给有问题的债务人。但如果经济保持稳定，政府又真想解决问题的话，假以时日，这些问题都可以解决，任何人都相信这点。

然而，出于某种原因，也许是地球的另一边发生了经济危机，投资者们神经过敏，一窝蜂地将资金从该国撤走。突然间，这个国家就出问题了，股市暴跌，利率飙升。你也许认为知情的投资者会以此为机会，重新大肆收购。毕竟，实质经济没有太大改变，这岂不意味着资产的价格被低估了？但是，正如我们在本书第 5 章指出的，答案是“不必然”。资产价格的下跌，可能造成原来稳健的银行倒闭；经济衰退，利率上升，汇率贬值，可能会令正常经营的公司破产；最糟糕的是，经济不稳定还可能造成政治动荡。所以，众人皆醉你独醒，未必是件好事，你还是随波逐流稳妥些。

因此，从理论上讲，一个国家的信心丧失，可能导致经济危机，这又会进一步造成信心崩溃。于是，这些国家对经济学家们称之为“自我强化（实现）的投机攻击”的抵抗力非常脆弱。当许多经济学家还在怀疑这种自我强化的危机的严重性时，拉丁美洲和亚洲 90 年代的经验已经证明了这点，至少事实上如此。

奇妙之处在于，一旦你觉得自我强化危机的问题很严重时，市场心理的因素就至关重要了。在预期的范围内，心理因素可以重要到哪怕是投资者的偏见就可以左右实质经济，也就是所谓的“信则灵”。

例如，尽管澳大利亚相当依赖外部资金（几十年来其经常账户赤字都超过国内生产总值 4% 的水平），如果每个人都觉得澳大利亚基本上是一个政治和经济比较稳定的国家，那么市场对澳元贬值的反应实际就是：“太好了，贬够了，咱们赶快去收购澳大利亚！”于是，澳大利亚经济便从中获益，因此市场的乐观是正确的。

反过来，尽管过去 20 年来印度尼西亚经济进步显著，人们却认为印尼还是《危险时代》一书中描绘的国家，如果印尼盾汇率下跌，他们会说：“噢，天哪，它们又回到过去了”；结果，资本外逃导致金融、经济和政治危机，因此市场的悲观同样是正确的。

换句话说，市场上有一种同样起作用的双重标准。经济学家们觉得浮动汇率虽不完美，但它已经较好地解决了国际货币三难选择的结论，这是从加拿大、英国和美国的经验中总结出来的。可以充分肯定的是，浮动汇率适用于发达国家，因为市场完全相信这些国家，当然会令它们从贬值中获益。但 1994 年后，一个接一个的第三世界国家：墨西哥、泰国、印

度尼西亚、韩国到最近的巴西，发现自己无法享受到这种待遇。一而再、再而三地，这些国家令汇率适度贬值的努力演变成为信心崩溃。因此，市场相信在这些国家实行贬值是场灾难，也正由于市场相信这点，结果就如此。

这就是信心的问题，是一个亚洲国家做梦也没想到会落到自己头上的问题，如今已经落到了所有第三世界国家身上。最终，这也证明了“凯恩斯契约”的终结。

信心游戏

1998 年夏天，巴西经济下降，失业率上升；另一方面，通货膨胀这一痼疾，已让位于价格稳定，甚至是通货紧缩。当时，俄罗斯经济改革的崩溃，触发了对巴西货币雷亚尔的攻击（为什么？详情请看本书第 7 章），然后，巴西向美国和国际货币基金组织求援。巴西不仅需要资金（实际上它还有约 400 亿美元的外汇储备），还需要信用支持；更重要的是，巴西需要 IMF 保险性地为其政策背书，防止惊弓之鸟般的投资者继续外逃。

那么，对这个经济放缓而又没有通货膨胀的经济

体来说，华盛顿的援救计划包括了什么内容？提高税收，减少政府支出，持续的超高利率（危机开始后，巴西将利率提高到 50%）。换句话说，政府执行的是极端从紧的货币和财政政策，这肯定会令巴西经济在 1999 年陷入剧烈的衰退。

巴西的援救计划特别极端，基本上是一年前亚洲经济实施的政策的讽刺性模仿。但在模仿的另一面，它又有自己的特点。过去数年中，华盛顿在一个又一个国家推行的政策，基本是“凯恩斯契约”的完美的对立面：即当经济面临衰退时，这些国家被要求提高利率，痛减支出，增加税收。“凯恩斯契约”已经 60 年了，为什么人们还觉得这种明目张胆的背叛行为是好事？答案在于不惜一切代价赢得市场信心的双重标准和可能效果。

首先，澳大利亚让汇率贬值的方式被排除在外了。雷亚尔和美元之间的固定汇率是巴西经济改革的核心内容，它使巴西经历数代人的恶性通货膨胀转化成为价格的稳定。巴西和华盛顿都害怕取消固定汇率会打击投资者的信心。确实，人们可以设想雷亚尔的币值被高估了 20%，如果汇率调低 20%，对经济的好处会大于坏处。但无人相信 20% 的贬值是一个可行的策略，正如一位美国官员指出的：“对发展中国家来说，没有小幅贬值。”

雷亚尔的贬值是如何被避免的呢？国际货币基金

组织可以增加货币供应，同时巴西的外汇储备也可以用于支持市场汇率。但这些钱可能很快用尽，除非有什么方法可以阻止资本外逃。信手拈来的、立即生效的方法就是将利率增加到极高的水平，高到那些觉得雷亚尔最后会贬值的人都愿意把资金留在巴西。

事情也不必然如此。当市场认为巴西的风险很大时，它也觉得巴西的核心问题是预算赤字太大。你可以对这个判断持怀疑态度。巴西政府其实没有那么多债务，以其债务占国民收入的比重看，甚至比许多欧洲国家和日本还要低许多。而且，很多债务还是经济危机带来的：高利率提高了政府债务的利息，低迷的经济减少了税收收入（在“正常”的就业水平和利率水平下，巴西的预算赤字处在合理的范围内）。但这些论据又有什么用呢？投资者觉得巴西会出现危机，除非赤字可以迅速降低。投资者是对的，因为他们本身可以制造危机。(他们在 1999 年 1 月也确实制造了危机。)

问题在于，由于投机性进攻行为是自我强化的，那些对实质经济起作用的政策不足以挽回市场信心。实际上，为了赢得市场信心，这些国家放弃了那些可能有敏感后果的政策，而不得不采取与正常情况背道而驰的做法。

现在，从那些在华盛顿制定政策的聪明的经济学家们的角度来考虑问题。他们发现自己在与一个令投

资者信心脆弱的经济体打交道：几乎所有到美国和(或)国际货币基金组织来寻求援助的国家,都千篇一律地经历了汇率狂跌，而且还有进一步下跌的风险，政策的当务之急应该是平抑市场情绪。但是，由于危机是自我强化的，那些理性的经济政策不足以挽回市场信心，人们必须要令政策迎合市场情绪，即使是市场的偏见、市场的奇谈怪论。或者说，人们必须要令政策迎合市场期望。

这正是“凯恩斯契约”破产的原因，国际经济政策居然与经济学毫无关系，它竟然成为纯心理学的实验，国际货币基金组织和美国财政部不得不推行那些它们觉得市场认可的政策，无怪乎危机来临时经济学教科书都被扔到了窗外。

不幸的是，经济学教科书的故事并没有结束。如果华盛顿是对的，在投资者恐慌心理威胁下的政府，采取提高利率、减少支出、捍卫汇率的措施，以防止进一步的危机产生。但下一步呢？从紧的货币与财政政策，加上过高估价的汇率，同样造成衰退。华盛顿对此有何灵丹妙药？没有！因此，在制定经济政策时，玩弄信心游戏的需要超过了正常的考虑，这看起来不可思议，却是不争的事实。

到这里，我们已经回答了本书第 5 章提出的问题：为什么经济政策无法阻止那种令一个个经济体崩溃的恶性循环？答案在于政策制定者相信自己不得不

玩信心游戏，这意味着由此而来的宏观经济政策是加深了衰退，而不是减缓了衰退。

但是，我们真有必要玩信心游戏吗？

IMF 火上浇油

没有人喜欢国际货币基金组织(IMF)，如果谁喜欢它就糟糕了。因为国际货币基金组织是各国政府的“最后贷款人”，即它们遇到麻烦时去借钱的地方。最后贷款人可不是好惹的：它会给你所必需的，而不是你想要的；它会强迫你做出牺牲。一个热情、善解人意的国际货币基金组织是不称职的。

但上述命题倒过来就不成立：人们仇恨国际货币基金组织的原因，不是由于它的工作出色。亚洲危机爆发以来，人们对国际货币基金组织的作用有很多抱怨。相当一些人认为，正是国际货币基金组织（以及在后面实际操控 IMF 政策的美国财政部）造成了危机，或者说令危机火上浇油，而不是与此相反。这种观点对吗？

让我们从最容易的部分开始分析： IMF 显然做错了两件事。

第一，当 IMF 被要求介入泰国、印度尼西亚和

韩国时，它要求这些国家迅速实施紧缩性财政政策，即提高税收、削减开支，以防止财政赤字增加。人们很难理解为什么这是援救计划的一个部分，因为除了 IMF 之外，无人认为财政赤字在亚洲（不像一年以后的巴西）是一个重要问题。当这些国家尝试推行财政紧缩政策时，左右都会为难：如果达到了紧缩目的，会减少需求，加重衰退；如果没有达到紧缩目的，意味着情况已失控，又会加深市场恐慌情绪。

第二，IMF 要求进行“结构性”改革，即在货币和财政政策以外进行改革，并以此作为向危机地区提供援助贷款的条件。一些改革措施，如关闭经营不良的银行，是否与金融危机相关是有争议的。另外一些措施，如要求印度尼西亚解除总统亲戚在某些领域的暴利性垄断权，则与 IMF 的托管毫无关系。不错，对丁香(印尼人喜欢将其放在香烟里)的垄断是一件坏事，是“裙带资本主义”的代表作，但这与印尼盾汇率下跌有何关系？

当时，如果你问 IMF 的官员此举何为，他们会回答，这是让商界重建信心的一个部分。财政赤字在当时不是市场关心的对象，但他们认为很快就是市场的焦点；他们还认为，那些裙带关系和腐败色彩强烈的国家，必须让市场相信它们的情况正在改善。人们甚至可以这样描述 IMF 的态度，政府必须以壮士断腕的方式来展示自己的决心，而不管断腕本身是否有

助于问题的尽快解决，惟有如此，才能重新赢得市场的信心。

如果这就是所谓道理的话，那就大错特错了。对财政预算的限制后来逐渐放松了，根本没有人在意。到写作本书时，即使结构性的改革明显停滞，市场又恢复了牛市状态。同时，国际货币基金组织的过分要求，令人们怀疑美国从中渔利，利用金融危机将自己的意识形态强加于亚洲。而且，在一定程度上，亚洲政府和援救者之间的争执，反而在相当长时间里恶化了市场气氛。

我们再看国际货币基金组织援救计划的两个核心部分，即利率和汇率。IMF 在这两方面有所帮助吗？

下面是 IMF 的所作所为：在亚洲(与 IMF 在巴西的做法相反，正是我之前提到的亚洲援救方案的讽刺性模仿），它没有告诉当地政府需要不惜一切代价去捍卫自己的汇率。它告诉它们需要提高利率，而且一开始就增加到很高的水平，让投资者将资金留在当地。那些以哈佛大学杰佛里·萨克斯为首痛批 IMF 的人，指出正是此举犯下滔天大错。萨克斯相信，亚洲经济完全有可能重复澳大利亚的道路，只要简单地让货币贬值，到一定程度后投资者就会进来拣便宜货，亚洲完全可以避免如此惨重的经济危机。

对此，国际货币基金组织辩解道，亚洲不是澳大利亚，让它们的汇率自由下滑，只会导致“超级贬值”，

结果是大规模的金融倒闭（因为许多公司有美元外债）和咆哮的通货膨胀。然而，这个逻辑的毛病在于，大规模的金融倒闭已是事实，倒闭的原因正好是高利率和经济衰退。所以，国际货币基金组织在尽力防止一轮恶性循环时，又造成了新一轮的恶性循环。

这一现实，也令许多右翼观点对 IMF 的批评不能成立，它们觉得，IMF 应该告诉亚洲国家不惜一切代价坚守初始汇率。此举当然有助于防止人们对亚洲货币的信心崩溃，却无法防止人们对亚洲经济的信心崩溃，最后经济崩溃还是会如现实般发生。

简单地让汇率下降，是否效果会好些呢？萨克斯认为，不提高利率，政府就不会令市场恐惧增加，结果可能会比较理想，即出现可以容忍的汇率贬值和好得多的经济状况。最初，很多人（包括我自己在内）都怀疑这个论断是否成立。1999 年 1 月，当华盛顿聪明而不动声色地将巴西弄得一团糟时，该论断似乎有道理多了，在本书第 8 章我们会有更多的分析。

可以肯定的是，对避免金融危机处理方案的底线是：没有好方法。新世界秩序的规则，似乎没有给发展中国家以发展空间。所以，事情到了如此糟糕的地步，不是哪一个人的错。

但是，这并不意味着这个故事中没有恶棍。

第7章

宇宙的主宰：对冲基金和其他恶棍

过去几年经济危机最怪异的现象之一，是对冲基金扮演的突出角色。这是一种能够在短期内控制远远超过自有资本的资金的投资机构。毫无疑问，无论对冲基金成功还是失败，它已蹂躏了世界市场。至少在某些场合，邪恶的投机者又回来了。

在新世界秩序之前的黑暗时代，那些为富不仁的投机者，通过操纵市场剥夺诚实工人的形象是邪恶的，也是大众文化的批判对象。东欧国家的政权垮台后，全球化的成功，自由市场价值的再生，邪恶投机者的形象似乎已成天方夜谭，正经的人都不再相信它的存在。当然，除了最极端的自由市场捍卫者外，没有人否定有人利用内幕消息交易，有人在这里操控某种股票价格，在那里操控某种商品价格。但是，这些操纵，只是无关大局的犯罪行为；那些决定一个国家命运的金融事件，涉及的市场大到无法操纵，因而阴谋诡计之类的理论是没有道理的。没有任何个人或者小团体可以影响到哪怕是一个中等规模经济体的汇率变动，不是吗？

不,也许它们可以。过去几年经济危机最怪异的现象之一,是对冲基金扮演的突出角色。这是一种能够在短期内控制远远超过自有资本的资金的投资机构。毫无疑问,无论对冲基金成功还是失败,它已蹂躏了世界市场。至少在某些场合,邪恶的投机者又回来了。

野兽的本性

对冲基金并不对冲，它们的所作所为与此相反。

正如韦氏大辞典(Webster's)中指出的，对冲“是通过反方向的赌博或投资等，避免和减少损失”。就是说，人们对冲的目的，是防止市场波动给自己的财富带来损失。

与对冲的目的恰恰相反，对冲基金是要制造市场波动。达到这个目标的典型方法，是卖空一些资产，即承诺在将来特定时间以特定的价格交付这些资产；同时买空另外一些资产。如果卖空资产的价格下跌，它们就可以以便宜价格买回现货去交付，从中获得利润。如果买空的资产价格上升，它们也能获得利润。如果两者同时发生，它们就能获得更多利润。①

这种金融游戏的好处是，它可以给基金投资者非常高的回报。原因是对冲基金可以操控比自有资本大得多的交易，因为它可以用“卖空”过程中获得的现金去“买空”。所以，对冲基金所需要的资本数目不

① “卖空”和“买空”这两个术语太专业化了。但它们太有用了，本章无法回避。基本上，“买空”是如果资产的价格上升，你就获利的做法。普通投资者在购买股票、房地产及其他资产时都希望这样。“卖空”是如果资产价格下跌，你就获利的做法。为了卖空股票，卖空者必须先从债权人处借来股票，承诺在将来某个时候还给债权人，然后他就可以将借来的股票卖掉了。这意味着，卖空者必须在到期日之前再买回这些股票，他赌的是到购买时这些股票价格会下降。另一方面，在出售借来资产的同时，卖空者获得了现金，他可以用来买空其他资产。

当然，卖空者要令债权人相信他有足够的现金去买回那些（被卖出去的）借来的资产，债权人要了解到卖空者有足够的财富，才会将资产借给它。如果从事大量 卖空者损失惨重，他们就很难再像从前那样借到资产了。如果市场上卖空者的作用很大的话，就有好戏看了，我们很快就可以看到这出戏。

多，只要使资产出借者相信借贷人具有清偿能力就足矣。有时候，对冲基金可以控制比自有资本大 100 倍的交易，这意味着如果它控制的资产上升 1%，或者它的负债下降 1%，它的资本就会翻一番。

这种金融游戏的坏处在于，对冲基金亏损起来也非常快。如果市场变化与对冲基金的估计相反，很容易就会耗尽对冲基金的资本，或者至少可以损失到使它丧失卖空的能力；也就是说，那些借给对冲基金股票或其他资产的债权人会要求还债。

对冲基金有多大？没有人真正清楚。因为直到最近，还没有人觉得有必要搞清楚这个情况。确实，与其他所有的金融工具不同，直到 1998 年秋天，对冲基金还基本处在在监管之外。一个原因是对冲基金的投资者看起来不需要保护。大多数对冲基金的投资者都有最低投资限额（有的高达 1 000 万美元的水平），它们的投资者一般都是相当富有的个人，政府认为他们可以照顾好自己的利益；同时，与银行不同，对冲基金不是金融市场的核心部分，银行的稳定与公众利益息息相关，但对冲基金则不是。最后还要强调的是，从少部分人手中筹集来的金额有限的对冲基金可以“离岸”运作，它们可以凭借自己的法律地位，从烦人的监管中脱身。监管它们的运作，虽然不是不可能，但确实很困难。而且直到 1998 年，公众都认为没有必要监管它们，至少美国是这么认为的。

在某种意义上，这是一种奇怪的态度。就是在最近的危机发生之前，一家著名的对冲基金已经在向全世界显示，一个高杠杆的投资者的实力有多么强大。

乔治·索罗斯的传说

乔治·索罗斯(George Soros)，一个匈牙利难民出身的美国企业家，在1969年成立了他的量子基金。1992年，他成了亿万富翁，以“世界最伟大的投资者”和慷慨的慈善活动而闻名于世。索罗斯是一个怀有金融抱负的学者，他需要世人认真地看待他的哲学思想，就像世人对待他敏锐的商业判断力一样。而且，他还需要更多的成就。正如他自己所说，他经商的目的不仅仅是为了赚钱，还要提高他的知名度，他需要用这种知名度来扩展自己的非商业性事业。

在一个夏天，他从英国发现了自己的机会。1990年，英国加入了欧洲货币体系的汇率机制（ERM），这是一套作为向统一欧洲货币过渡的固定汇率制度。像我们在上一章的比喻中所说的，各个大洲对“地球元”不满意一样，英国也不喜欢这套自己被迫加入的制度。当时，还没有欧洲中央银行，虽然法律上各个国家都是平等的，但实际上，每个国家都向德国中央

银行的货币政策看齐。而德国的情况又与其他欧洲国家不同，它刚刚完成统一，需要向东部地区的重建工作注入大量资金。出于对这些支出的潜在通货膨胀压力的警惕，德国中央银行实行高利率政策，防止自己的经济过热；但同时，以较高的汇价基础进入欧洲汇率机制的英国，处在比较严重的经济衰退之中，其政府的支持率越来越低。尽管官员们坚决否认英国会退出欧洲汇率机制，但总存在烦人的疑问：这些官员是否真的这么想。

这已经是货币危机的征兆了。索罗斯不但决定要赌英国的货币危机会发生，还要主动引爆这场危机。

从概念上看，赌博的机制很简单。当然，操作起来的细节非常复杂。第一步是保持低调，甚至保守秘密，量子基金以自己的实力作担保，悄悄地借了价值 150 亿美元的英镑。现在，它可以随时将这一大笔钱兑换为美元了。在完成大量买空美元和卖空英镑的部署后，正面进攻开始了：索罗斯尽可能地高调炫耀自己在卖空英镑，他在接受《金融时报》的采访时，宣称自己坚信英镑很快就会贬值，如此等等。如果进展顺利的话，其他投资者就会跟风，看淡英镑，这一跟风将迫使英国政府投降，最终不得不贬值。

果然成功了。1992 年 8 月份索罗斯高调地进攻英镑。短短几个星期，英国政府在外汇市场上已经花掉了近 50 亿美元来捍卫自己的汇率，但没有用。9

月中旬，英国政府又通过提高利率来保卫汇率，此举在政治上却是无法接受的。三天后，英国退出了欧洲汇率机制，英镑汇率自由浮动（一直维持到现在）。在这场速战速决的战斗中，索罗斯不但赢了近 10 亿美元，也使自己成为历史上最伟大的投机者。

索罗斯到底干了些什么？这里有三个问题。

首先，索罗斯是否破坏了一种货币？如果没有他，英镑是否能够维持原来的汇率呢？可能不会。事实上，市场对英镑的压力一直在坚实地积累，许多经济学家（尽管他们中许多不是市场参与者）已怀疑英国不可能长久待在欧洲汇率机制里面。虽然没有人证明这个观点，但我强烈相信，无论有没有索罗斯，英国加入欧洲大陆货币体系的做法是注定要失败的。

其次，在这种情况下，索罗斯是否只是提前引爆了危机，导致英镑贬值比它应该发生的时间更早一些呢？答案几乎是肯定的，问题在于程度有多大。于是，又没有人可以肯定。我估计，当时实质经济正在使英国政府朝退出欧洲货币机制的方向前进，索罗斯只是使这个时间提前了几个星期而已。

最后，索罗斯令自己的牺牲品很痛苦吗？约翰·梅杰首相的政府从这次羞辱中再也无法抬头。但是，索罗斯可能给英国国民送了一份大礼。英镑贬值没有造成经济危机，在经历了 15% 的贬值后，英镑汇率自动稳定了。由于不需要支持英镑汇率，英国政府可

以降低利率［英国财政大臣诺曼·拉蒙特(Norman Lamont)宣称自己让英镑脱钩后“在洗澡时唱歌”，而几天前他还在宣称贬值绝不可取，如今终于轻松了。当然，他轻松得太早了，虽然大多数英国人从贬值中获益，他本人则不得不很快引咎辞职］。低利率与有竞争力的汇率相结合，导致英国经济出现强劲的回升，几年后，英国的失业率下降到其欧洲大陆邻国觉得不可能达到的水平。所以，对普通英国人来说，索罗斯的攻击带来的更多的是好消息。

因此，这始终不是一个可怕的故事。当然，那些热中于货币统一的欧洲人觉得，1992年发生的一系列类似事件是悲剧；法国人于1992年和1993年击退了几次投机进攻后（他们曾经让法郎浮动，但很快又回到了欧洲汇率机制里），传出了货币投机者是邪恶的代理人的抱怨。然而在这些盎格鲁萨克逊人的政策辩论中，索罗斯的故事和英镑贬值不是什么凶兆。

但是，亚洲危机爆发后，所有的一切都改变了。显然，人们不能忽视投机的结果。

疯狂的马哈蒂尔

我们可以设身处地为马哈蒂尔想想。他用完美的

技巧管理着马来西亚令人尴尬的政治，他实施“大地之子”（马来语为发音为 Bumiputra）计划，向占人口多数的马来人提供经济优惠，在平息马来人不满的同时，也没有将占人口少数、但在经济中至关重要的华人排挤出去。他追求独立自主、甚至有时反西方的外交政策，赢得了大多数伊斯兰教徒的支持；同时，他又令该国成为西方跨国公司分支机构的最佳选址之一。在他的领导下，马来西亚享受了亚洲奇迹的所有好处，在其经济高速成长时，比尔·盖茨以下的外国商人都向往马来西亚，1997 年《时代》周刊称赞马哈蒂尔是世界 100 位“技术型领袖”之一。

当然，对他也有一些批评。他的一些朋友和家庭成员致富太容易；在坚持要在马来西亚建设全球最高的大楼时，在建设规模巨大的“科技走廊”时，一些工程师指责他贪大求洋。但总的说来，他完全有理由为自己的成就感到骄傲。

这时候，灾难降临，一切都改变了。他那些缺乏自律的邻居出现了货币危机。当然，这是他们自己的问题。但是，马来西亚的资金也开始外流，马哈蒂尔也面临着是让货币贬值还是提高利率的痛苦选择，而两者都会令那些正在施工的宏伟建筑计划出现严重财务问题。怎么会这样呢？

在某种意义上，我们不应该责怪作为马来西亚首相的马哈蒂尔提出“阴谋论”。毕竟，人们都知道，

乔治·索罗斯五年前发动了对英镑的攻击，几年来量子基金一直在投机东南亚的货币。当然，除了指责这个著名投机者外，是否还有更多的东西值得挖掘。马哈蒂尔的谩骂含有理想的因果报应的意味：过去，索罗斯攻击英镑是为了金钱，现在他的所作所为，则必然是害人反害己。

不过，马哈蒂尔应该缄口。当马来西亚的经济信心下跌时，他提出美国暗算亚洲的“阴谋论”，而且还暗指这实际上是一个犹太人的“阴谋论”，任何熟悉金融的人都明白这会带来什么后果。

不知是否出于偶然，马来西亚的“阴谋论”好像不成立。量子基金攻击了泰国，也攻击了许多其他人。但马来西亚资金的投机性外逃，却主要是马来西亚人自己搞的，特别是那些靠马哈蒂尔的荫庇而致富的同一批商人跑得最快。

无论如何，马哈蒂尔在不同的新闻发布会和演说中继续抨击索罗斯。只是到几个月后，马来西亚的经济真正出现警报时，他才缄口，害怕影响市场情绪。同时，他也因自己不明智的“阴谋论”而再次闻名于世，因为在真实世界里，“阴谋论”看起来并不存在。

但是，马上就有了一个彻头彻尾的阴谋。

攻击香港

香港在自由市场信奉者心目中有特殊的地位。曾几何时，当大多数第三世界国家选择贸易保护主义和计划经济时，香港奉行的是自由贸易和自主企业，并以其成功显示出：一个全面开放的经济，可以以超过任何理论家想像的速度发展。这个城市复活了货币局制度，一些保守人士甚至认为，这是全球恢复金本位制的第一步。年复一年，保守的传统基金在自己编制的“经济自由指数”中，总是将香港排在第一位。

但香港也在亚洲危机中遭殃了。与该地区其他任何经济体相比，人们很难从这个城市的管理中挑出毛病，即完全依据法律来管理经济；拥有监管良好的银行体系；执行保守的财政政策。在危机前基本没有“裙带资本主义”的弊端，在危机开始时也没有资本外逃的迹象。尽管如此，这个城市还是发现自己走到了一个叉路口。当其邻国经济出现问题时，日本游客停止购物旅行，东南亚公司不再使用香港银行的服务，香港的商业出问题了。更糟糕的是，即使其他亚洲经济体大幅度贬值，香港严格的货币局制度意味着港元的汇率也只能维持在 7.8 兑 1 美元的水平上。突然间，香港发现自己比曼谷、甚至东京的价格还要昂贵，后果则是出现了人们记忆中最严重的经济衰退。

不可避免地，那些刺耳的怀疑之声又出现了。香港真的需要不惜一切代价捍卫它的汇率吗？一些香港商人公开要求金融管理局贬值，以重建竞争优势。当然，这种要求未获采纳，政府坚决表示汇率不可更改（正如英国政府在 1992 年的做法一样）。

香港的事情，离不开中国。中国的情况如何呢？由于实行货币控制（见本书第 8 章），这个亚洲巨人基本上避开了金融危机的第一轮袭击；但到 1998 年夏天，中国经济出现放缓的迹象，市场上传出人民币要贬值的谣言。于是，香港的处境更加艰难。

有些人觉得所有这些都是坏消息，而对一些对冲基金来说，这可是天上掉下来的馅饼。

出于各种原因，人们无法得知 1998 年 8 月份和 9 月份香港发生的事情的具体真相，以下是香港官员和市场人士认可的故事。一小撮对冲基金（尽管港府官员称之为不知名的基金），据说包括了索罗斯的量子基金和不那么出名但具有同样影响力的朱利安·罗伯特森控制的老虎基金，开始在香港市场进行“双向操盘”(double play)。它们卖空香港股票，即从债权人处借来股票，将其出售后获得港元。（当然，它们承诺会再买回这些股票并还给债权人，同时加上借这些股票的“租金”。）然后，它们出售这些港元，兑换成为美元。实际上，它们在赌，以下两者必有其一会发生：或者港元贬值，那么它们可以从货币投机中

得到利益；或者香港金融管理局通过提高利率捍卫汇率，这将造成股市下跌，那么它们可以从卖空股票中获利。

但在港府官员的眼中，对冲基金不仅是在打赌，而且是在努力操控赌局的结果，正如索罗斯在 1992 年的所作所为一样。对港元的出售行为如排山倒海般在正常时间出现，目的就是要引起市场的关注。尽管不指名道姓，港府官员也指出对冲基金买通报纸和杂志记者，刊登港元或人民币、或者两者同时处在贬值边缘的故事。换句话说，它们正在精心做局，要让港币贬值。

对冲基金的操纵者们真的聚集在一起密谋过吗？有这个可能性。但是，公开地操纵微软这类股票的价格是会坐牢的。显然，在香港市场（与微软的市值大致相当）上进行类似阴谋，也会违背当地法律。所以，很有可能对冲基金之间没有协议，但或多或少会有各种暗示和线索，如几个人偶然在高尔夫球场或酒巴里碰面等。毕竟，这场游戏的参加者不多，他们都清楚游戏是如何进行的。

确实，一些人看到了一个巨大阴谋的阴影。有四家对冲基金（或者五家，多少都一样）在带动同行同时进入市场。它们卖空日元，因为日元的利率很低，而且它们觉得日元汇率会像港元、澳大利亚元、加拿大元等一样下跌。所以，它们在这些货币的市场上也是

卖空者。但是，香港是它们亚太地区战场的核心，或者说这里可能酝酿着历史上最大的市场阴谋。

起初，所有一切看起来都是成功的。香港能干什么呢？它的股市可能比其他发展中国家大，但不足以抗衡对冲基金的资源，据说阴谋家们卖空的资产有300 亿美元。以此数量占香港市场的比例看，相当于在美国股市上的 1.5万亿美元。而且，香港市场是完全开放的，看来也不会关闭。因为香港本来就是一个以资金自由流动、政府不干预作为生存条件的城市，对于控制资本流动这件事，它想都不敢想。所以，这是一个天才的计划，有极大把握获得成功。

出乎意料的是，香港反击了。

反击的武器是金融管理局的外汇基金，这是一个全新的非常规武器。香港金融管理局有庞大的资源。不要忘记，香港实行的是货币局制度，流通中的每7.8 港元都有 1美元的外汇储备在后面支持，而香港金融管理局掌握的外汇储备比这还要多得多。如何部署这笔财富来对付对冲基金呢？用它在当地市场上购买股票，推动股票价格上升，让那些卖空香港股票的对冲基金输钱。为了达到这个目的，政府购买的股票规模必须足够大，要与投机者卖空的规模相当，甚至要超过它们。

难道对冲基金的操纵者们预料不到这种后果吗？他们做梦也没想到香港政府敢冒这个险。作为自由市

场旗帜的香港，一旦干预市场价格，肯定会在保守派中引起强烈反应。事实确实如此，密尔顿·弗里德曼暴跳如雷，指责香港的行为“疯狂”；传统基金会正式剥夺了香港作为自由市场堡垒的称号；新闻媒体将香港与刚刚实施外汇管制的马来西亚联系在一起。此事发生后，香港财政司司长曾荫权出访各国，向投资者们解释，保证港府将一如既往地奉行资本主义政策。但效果并不十分明显。

有一段时间，对冲基金的操纵者们预料港府会在外界压力下投降，他们将卖盘转仓（即向他们的债权人提供一笔额外的资金，让他们推迟借出股票的归还时间），然后偃旗息鼓，静观港府出局。在这种情况下，港府又捉他们的痛处，马上推出限制卖空行为的新规则，迫使对冲基金的债权人向对冲基金收债。于是，对冲基金不得不解套，因而在市场上引起连锁反应，股价终于回升了。

香港的话题很快就过去了，因为世界上又发生了一连串怪事，令对冲基金顾此失彼。

“波将金经济”

1787 年，每当俄罗斯女皇凯瑟琳在帝国南部省

份巡视的时候，据说她的首席部长格利高里·亚历山大诺维奇·波将金(Grigori Aleksandrovich Potemkin)都是先行一天，将那些破旧的村落重新包装过，等女皇过后就赶快将道具拆下来，再运往下一站。从那以后，“波将金村庄”这个术语，就专门被用来指类似弄虚作假装门面的事件。

90年代下半期，俄罗斯经济完全成了某种形式的“波将金经济”。

没有人觉得从社会主义向资本主义的转轨容易，但俄罗斯发现自己尤其困难。其经济的大部分都陷入混乱之中，它既失去了传统的中央集权计划经济的指导，又没有形成可操作的市场经济管理模式，即使过去在某种意义上能够运作的东西也失灵了：过去制造低质产品的工厂现在什么都不生产；集体农庄比过去的产量还要低；勃涅日列夫时期沉闷的日子反而像是黄金时代。俄罗斯有成千上万的高水平的管理人员、工程师、科学家和数学家，但他们找不到受人尊重的工作。幸好这个国家不缺自然资源，天然气、石油和金矿为俄罗斯提供了源源不断的硬通货，一旦其潜力能够释放，外国投资者做梦都想分一杯羹。

可是，这些梦想正在消失。鲍利斯·叶利钦在俄罗斯实现了民主化，至少到目前为止还如此。但他也造就了盗窃政治，小偷们占据了政府要职。一个叫做“石油天然气寡头”的小团体，利用政治影响力去获

得经济利益和财富，再用这些财富去收买政治人物，已经垄断了俄罗斯经济的赚钱部分，将这个国家“私有化”计划的大部分好处都装进了自己的口袋。人们曾经希望，将这个国家“偷”到手之后，寡头们会像做正当生意一样管理整个国家。但是，他们还是像破门而入的强盗一样，抢掠所能得到的一切，然后将资金转移到国外。（还记得我们原来分析的资金流入意味着贸易逆差吗？近年来俄罗斯有庞大的贸易顺差，因为俄罗斯的出口所得不是用于进口，而是成了外国银行的存款。）特别可恨的是，作为比较有资格关心税收的人（其他人都是穷人），这些寡头选择不缴税（记住，他们收买了很多政治人物），让政府处在持续的财政危机之中，政府的债务以飞快的速度在日积月累。

这是一个悲惨的故事，但俄罗斯还有一样资产。作为前苏联的继承者，它掌握了庞大的核武器。它没有公开威胁要出售核武器给最高标价者，但此风险令西方政府和美国政府不得不慎重其事。虽然早知道不应再抱任何幻想，美国还是希望俄罗斯的改革者能够完成已停滞的转轨过程，希望寡头们不那么自私，至少不那么短视。美国政府逼迫国际货币基金组织将钱借给俄罗斯，为那些基本不可能实现的经济稳定计划提供缓冲时间。（正如一家国际经济新闻机构《综合报道》（The Medley Report）刊登的评论，美国不是把

钱扔进老鼠洞里，而是扔进导弹发射井里了。）

俄罗斯可以用其核武器作为抵押品的能力，鼓励那些投机程度较高的外国投资者冒险将钱投入该国。每个人都知道卢布会贬值，甚至可能是大幅度贬值，或者俄国政府会赖账，但有理由去赌，西方政府会在此事发生前再次注入现金。由于俄罗斯政府债券提供极高的利息回报（逐渐达到了 150% 的水平），对那些可以承担高风险的投资者，特别是对冲基金来说，的确值得一赌。

但是，赌博的结局并不那么美妙。1998 年夏天，俄罗斯的金融状况比预期恶化得要快。8 月份，索罗斯（！）公开建议卢布贬值，然后建立货币局制度。他的提议马上触发了卢布贬值，一种不完全的“墨西哥式”贬值；然后是货币崩溃和政府延期偿债。这回西方世界算是受够了，它们拒绝拯救。突然间，投资者们发现，自己在俄罗斯的资产如果能卖出去的话，只是这些资产账面价值的几分之一了，投资者们失去了数十亿美元。（那些核武器抵押品怎么办呢？好问题！我们还是不去想它吧。）

在俄罗斯损失的资金的绝对数量是微不足道的，可能只相当于美国股市市值 1% 的一小部分，类似损失在美国已司空见惯。但这些损失全部落在了一小撮利用高杠杆操作的金融投资者身上，对全世界来说就是大祸一桩了。确实，在俄罗斯出事的几个星期后，

世界像要崩溃了一般。

恐惧的 1998 年

1998 年夏天，世界对冲基金的资产负债表不但庞大，而且极其复杂。但其中还是有规律可循，一般来说，这些基金都卖空那些相对比较安全的资产，即那些不太容易贬值而且流通性强、易于变现的资产。同时，它们买空那些风险大、流通性差的资产。例如，对冲基金可能卖空德国政府债券，买空丹麦的抵押证券（通常以房地产为抵押品）。因为前者既安全又容易出售；后者则风险大，而且短期内不容易出售。或者，它们可以卖空日本债券，买空俄罗斯债券。

但市场的总趋势是，安全的和流动性强的资产两者的溢价都会升高，因为小投资者都不喜欢风险，他们从来不知道自己何时需要套现。这就给大投资者机会，他们可以通过细心的分散投资（购买一套资产组合，其中一种资产的增值通常可以弥补其他资产的损失）来降低风险，这样他们就不会像小投资者那样突然需要现金。正因为能从中获得利润，对冲基金才能年复一年地成长。

到 1998 年，很多人都明白了这个基本道理。对

冲基金之间的竞争，令它们越来越难像过去那样盈利。一些对冲基金开始向投资者退钱，声明它们无法再找到有利的投资机会了。同时，另外一些在努力寻找新的机会，它们将自己的资产组合弄得更加复杂，以承担更高的风险，但努力通过这种聪明的经营组合来降低高风险的损失。

实际上，为了争夺日益缩小的利润率，对冲基金之间的竞争制造了一部足以毁灭全世界的金融机器，可直到事情发生时，居然没有人知道这一点。

事情是这样的：假设一家名为“相对论基金”的对冲基金，在俄罗斯政府债券上打赌。俄罗斯赖账，它损失了 10 亿美元。这种情况令借股票和债券给它投机的债权人感到紧张，所以他们要收回这些股票和债券。但是，“相对论基金”手头并没有这些资产，必须去市场将股票和债券买回来，这意味着它必须出售其他资产以获得必需的现金。由于“相对论基金”是市场上的大玩家，它出售什么资产，什么资产的价格就会下降。

同时，“相对论基金”的竞争对手“狸猫基金”在这些资产上也有大量投资。“相对论基金”大举抛售这些资产，对“狸猫基金”是一个巨大损失，“狸猫基金”发现自己不得不通过出售其他资产来“清盘”，又会导致其他资产价格下跌。同样，“狸猫基金”会给‘伊丽莎白基金’带来困难,如此等等。

这个过程，会令你想起我在本书第 5 章提到的亚洲金融危机的崩溃过程，从本质上讲，两者情况基本相同，都是价格下跌和资产负债状况恶化的恶性循环。没有人认为现代社会会发生这种事情，但它确实发生了，而且后果惊人。

你看，多年来对冲基金如此努力地寻求流动性和风险之间的溢价差异，以至于今天它们手上已经有很多流动性差的资产了。问题在于，当同时出售这些资产时，它们是找不到买主的。所以，在对冲基金努力下，经过多年的收窄之后，流动性和风险的溢价差异突然飙升到闻所未闻的水平。1998 年 9 月末，一种最安全的资产[29 年期的美国国债（只要美国政府继续运作,它就没有问题)]的利率,要比(同样安全的）30 年期的国债高出许多，因为后者在市场上的交易量很大，相对容易变现。公司债券的回报通常比美国国债的利率要高，但这时差距突然拉大到几个百分点的水平。一些商业抵押证券（通常由非住宅性房地产间接地作抵押的金融工具）居然销售不出去。记得在我参加的一个会议上，参加者向一位介绍情况的美国联邦储备银行官员发问：如何才能解决问题？“祈祷吧!”该官员回答道。

事实上，非常幸运地，美国联邦储备银行不仅仅在祈祷。首先，它拯救了受伤最重的对冲基金—— 以康涅狄格为基地的长期资本管理公司（LTCM)。

LTCM 甚至比索罗斯还富有传奇性。索罗斯是一个传统的形象，即那种欺凌弱小者的金融强盗形象，本质上与吉姆·菲斯克(Jim Fisk)和杰伊·吉尔德(Jay Gould)没有什么区别。但是，LTCM 的管理层则是真正的现代型：文质彬彬的博学之士，采用数学模型和电脑来获得市场成功。这家公司的工资单上有两位诺贝尔奖金获得者，以及他们最杰出的学生。他们坚信，通过仔细分析资产之间的历史关系，就可以形成聪明的投资组合，即买空一些资产；卖空另一些资产，用比人们预期小得多的风险来赢得高回报。他们年年成功，到后来连借款者都懒得过问他们是否有足够的资本，是否是一个安全的合作伙伴。

然后，市场发疯了。

目前还不清楚 LTCM 遭受的损失是属于那种百万分之一的概率造成的，还是由于他们的电脑模型太天真，没有考虑到市场的偶然波动。（当然，这种天真是无意的还是有意的，又涉及到道德风险的问题。）不管出自什么原因，到 9 月份该公司已面临着如下的抉择：是继续投入现金，还是结束交易，当然它无法做到后者。突然间，人们清楚地发现，LTCM 的交易是如此庞大，如果它因破产而导致交易清盘的话，可能会造成一场全面的恐慌。

必须当机立断了。最终是没有动用公共资金：美国联邦储备银行劝说一些投资者接管了 LTCM 的主要

股权，作为回报，它们向 LTCM 注入了急需的现金。后来的情况表明，一旦市场稳定下来，这些投资者做的生意是合算的。

即使有了这次拯救行动，也不能断言危机完全过去了。在 9 月份的例会上，当美国联邦储备银行宣布减息 0.25 厘时，市场对如此微小的减幅极不满意，已经有问题的金融局面出现恐惧的苗头。人们突然将金融危机和导致美国进入大危机的银行倒闭联系起来，J.P. 摩根公司更直接地预言 1999 年美国经济会出现严重衰退。

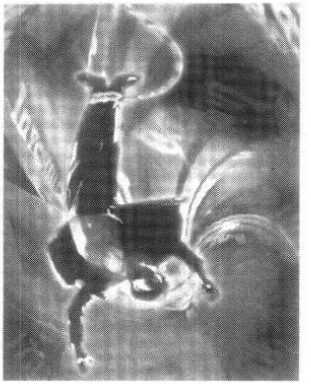
但美国联邦储备银行又像魔术师般地从袖子里变出了戏法。正常情况下，美国的利率是由每六个星期才开一次的联邦公开市场委员会的例会决定的。在 9 月份那次会议中，委员会授予艾伦·格林斯潘灵活处理 1/4 个百分点利率的权限。10 月 15 日，他出人意料地宣布再次减息。市场奇迹般地稳定了。当委员会在下次例会再度减息的时候，恐惧情绪已经烟消云散了。到 1998 年底，所有那些不正常的流动性溢价差别都消失了，股市也再创新高。

要十分清醒地看到，即使美联储的官员们，也不敢完全肯定他们的拯救措施可以奏效。在危机高潮时，如果没有人愿意借钱，降低利率可能完全无效；如果人们愿意借钱，利率的这点微小差别也不算什么；如果每个人都相信世界末日来临了，他们的恐惧

就会像在其他国家那样，演变成为一种自我强化的行为。现在回想起来，格林斯潘就像一位指挥着一支毫无斗志的军队的将军，挥舞着宝剑，大声吆喝着，居然扭转了战争的局面。太好了，但你不能指望他下次会再成功。

确实，部分美联储官员害怕公众会过分相信美联储的能力。这也是一种新的道德风险，这是格林斯潘的一个顾问在发现那种认为美联储主席可以将经济和市场从任何危机中拯救出来的情绪后指出的。

在 1998 年晚秋恢复全球信心的过程中，人们也许过高估计了美联储的作用；但另一方面，亚洲终于迎来了好消息。



第8章 触底反弹

为什么亚洲在1998年底会“触底反弹”？这是危机结束的开始，还是危机开始的结束？

当马哈蒂尔的管制政策生效时，巴西的危机又让人们感到恶梦重现。下一个会是中国吗？

泰铢贬值后整整一年时间内，亚洲传来的新闻都令人沮丧，每隔几个月就会传出一些不但差过人们预期，而且超乎人们意料的坏消息。然而，1998 年夏天以后，这幅黑色的图画开始变灰了，偶尔还有几点蓝色的希望。其中的部分原因是，人们已经习惯了来自亚洲的都是恐怖消息，如果说经济下降的速度放慢了，或者说事情恶化的程度不如以前快了，他们都会觉得惊喜。但是，在这种情绪之外，确实有正面的消息。亚洲的利率下降了；股市反弹了；至少在韩国，实质经济的复苏慢慢成为现实。

另一方面，危机时代还远未结束。在本书出版的时候，巴西经济出现了裂痕，短短两个星期内，雷亚尔差不多贬值了 40%。我预计巴西经济在 1999 年肯定会出问题，但没想到来得如此之快。一些亚洲经济体，特别是香港，还在螺旋式下沉的过程中。

为什么亚洲在 1998 年底会“触底反弹”？这是危机结束的开始，还是危机开始的结束？

“死虎”复生

假设高速公路上有一队汽车以每小时 60 英里的速度行驶，车队很长，每辆车之间的距离很近。突

然，第一辆车发现路况有问题，不得不减速到每小时 30 英里，后果是什么呢？

除非司机们有超人的反应，这个车队才可以慢慢地减速到每小时 30 英里。第二个司机需要一段时间才能认识到前面的车已经刹车了，这时候，他和前车的距离已经很短了，所以他必须暂时将速度降低到低于 30 英里，如 20 英里的水平，才能保持自己的位置。他后面的第三辆车需要降低到更低的速度，如此等等。所以，路况变坏造成车队速度变化的“冲击波”向后传递时，如果不想撞车的话，许多司机可能都需要紧急刹车。因此，整个车队速度放慢的过程，不是从 60 英里到 30 英里，而是先到 15 英里或者 10 英里，等这种冲击波消失后，如果路况仍然不好，车队的速度才会慢慢回升到 30 英里。

经济也会发生类似情况。当经济基本面恶化时，通常会有一个较强烈的初始冲击，然后有一个部分的复苏，经济学家有时把这个现象称为“加速原理”（但它也适用于加速递减的情况）。这个原理在大部分经济衰退过程中都适用；同时也解释了为什么最恶劣的衰退都会出现一定程度的自动反弹。例如，经历了 4 年巨大衰退后， 1934 年美国经济的增长率超过 8%；经历了债务危机恐怖的第一年后， 1984 年墨西哥的增长率超过 3%。当然，两者都还有更多的艰难在后头：美国经济直到 1941 年才从大萧条中完全康

复；墨西哥到 1990 年才从债务危机中缓过气来。

加速原理，这种经济衰退过程中令人迷惑的现象主要来自存货效应。当消费需求下降时（一般比预期的速度慢），货架上和仓库里的东西会堆积如山，企业会很着急。为了消灭这些多余的库存，企业在短期内都会大幅度减少生产，解雇工人，减少对供应商的采购；这反过来又会进一步减少消费需求，如此循环往复。此时，衰退在自我强化。逐渐地，存货被降低到正常的水平，生产也从最低水平有所恢复，即使最先导致衰退的原因没有改变都会如此。亚洲今天发生的故事，部分地就是传统的存货加速原理在发生作用；同时，也有非传统的因素在起作用。

一个例子是令许多商业机构瘫痪的信贷紧缩。在危机的头几个月，遇到困难的银行在亚洲随处可见，部分原因是它们过分依靠外资的流入，如今外资突然流走了；部分原因是当地的储户神经过敏，到银行挤兑。由于无钱可贷，银行当然无法向自己的客户扩张、甚至维持原有的信贷。贷款来源被切断之后，对企业来说，即使那些还能够盈利者，也会发现自己缺少现金，无法购买原材料。这种情况对出口企业尤其痛苦，一般人都觉得贬值有助于它们出口，但它们却发现自己根本无法利用贬值带来的有利条件。出口方面令人失望的表现，反过来进一步增加了投资者的担心，迫使政府进一步提高利率。

随着时间的推移，企业会找到摆脱这个困境的方法，它们从家族和朋友那里借钱，或者以现金交易的方式自行筹措资金。慢慢地,信贷紧缩现象就会消除。

另一个自动复苏的例子涉及到某种接力过程，大公司的倒闭可以给小公司提供机会。由于小公司原先借不到大笔的贷款，它们基本不受金融崩溃的影响，而且许多小公司还可以从弱势货币中获得好处。印度尼西亚就有这样的例子。 1998 年，当苏哈托时代的大型财团崩溃（它们主要以爪哇岛为基地，连带造成爪哇岛出现严重经济衰退）时，许多劳动密集的小型公司获得了发展机会，印尼盾贬值令渔业等有利可图，使农村收入明显增加了，印尼大部分岛屿的经济实际上发展了，特别是旅游胜地巴厘岛。

换句话说，或迟或早，即使经济基本面还有问题，亚洲经济出现某些反弹都是可以预计的。但总的来说，整个地区，特别是在 1999 年明显出现复苏的韩国经济，在很大程度上得益于我们在上一章中描述的奇怪的金融事件的特殊效应。

鲁伯·金伯格经济学

卡通画家鲁伯·金伯格是动画世界的著名人物，

他制造出天才的装置，加上复杂的移动部件，令动画人物栩栩如生。这一切，都是当时工业社会的代表作。（电子技术的发展，已经不需要这些会活动的部件和动画人物了，想想石英表和机械表的区别吧。）鲁伯·金伯格典型的动画故事，都是一连串毫不相干的事情精心构成的系列（“太阳出来了，玻璃将太阳光聚集起来，在纸袋上烧了一个洞，水从洞里流到勺上，打开了大门……”），一样东西可以引起一连串毫不相干的结果。

按理说，金融市场不是这样运作的，而且一般情况下也不如此。资金会流入利润率高的地方，世界上一个地方发生的情况，只有改变了对方的预期才能影响到其他地方的结局。确实，当经济对自我强化的恐惧缺乏抵抗力时，危机会在那些没有实质联系的经济体间扩散，但在这个过程中，并没有类似齿轮的传动装置，让金融恐慌机械性地传遍全世界。

可是，1998 年秋天，亚洲市场发生了一些非常奇怪的事情，市场人士认为其中具有某种鲁伯·金伯格性质。例如，通过某些偶然联系，俄罗斯的坏消息可以转变为韩国经济的好消息。

我们在上一章已经注意到了第一步，在俄罗斯的损失迫使对冲基金出售资产，导致资产价格下跌，其他投资在这些资产上的对冲基金也遭受损失，出现进一步的抛售行为……后来，人们发现对冲基金在“卖

空”时借了大量的日元，因为日元利率低到接近零的水平，只要日元汇率不升值，这意味着无论将借来的日元以何种方式贷出去都可以赚钱。而且，包括老虎基金的朱利安·罗伯特森在内的许多投资者，都相信日元汇率会进一步下降。确实，1998 年 6 月日元汇率下降到接近 150 兑换 1 美元的水平，美国和日本政府的联手干预缓和了下跌压力，但日元在回升一点之后又继续下降，从经济上看，完全有理由相信日元汇率的下降趋势会继续下去（见本书第 4 章最后部分的分析）。

但是，当对冲基金开始亏损时，其他的投资者，包括那些把日元借给它们卖空的人，越来越不愿意借资产给它们了。因此，老虎基金和其他基金不得不归还了数十亿美元的债务。由于这些债务是以日元结算的，这意味着对冲基金要在外汇市场上购买日元，从而带动日元汇率的上升。这又会造成新的损失，因为其他以日元借来的债务在以美元计算时会突然扩大，从而又造成新的抛售压力……

这正是我们在本书中多次看到的循环逻辑，不过这次是通过资产负债表中的负债，而不是通过资产在运行。这种循环的反馈力量同样令人们震惊。有人可能觉得，其他投资者会认为日元突然上升到了汇率高估的程度，他们可以对日元投机，从而限制日元的进一步上升；但显然这些投资者没有足够的资源，去抵

消对冲基金不断抛售的数百亿美元的卖盘。从 8 月到 10 月，日元汇率从 147 兑换 1 美元上升到 115。接着，日本公司因资金紧张，又大举出售它们在海外的美元资产，在 1999 年初将日元汇率推到了 110 兑换 1 美元的水平。

为什么这是亚洲的好消息呢？因为日元升值拉动了其他亚洲货币的汇率，减少了它们的美元债务负担，也减少了对香港和中国贬值的恐惧，这些都有助于市场信心的恢复。（1998 年春天的日元汇率下跌有反向的作用，这正是美国帮助日本干预市场，支持日元的原因。）

但这不等于雨过天晴了。强势日元对韩国有利，对日本却不利；相反，它会令日本的出口缺乏竞争力，在需求不足的时候进一步降低日本的需求。经济的逻辑告诉我们，日本应该实行通货膨胀的政策，这也意味着弱势日元。从这个意义上讲，如果日元汇率有什么升值的话，也是比 150 日元略高而已。这个逻辑意味着，当日本政府发现自己除了多印钞票、别无他法时，日元升值给其亚洲邻居带来的礼物又会失去价值。到那时，韩国有无足够的力量去应付这个冲击？或者说，鲁伯·金伯格现象届时是否会成为一颗定时炸弹？

马哈蒂尔不玩了

在过去两年中（或者说在过去五年中，如果认为“墨西哥金融危机”和“亚洲金融危机”是一个故事的不同组成部分的话），金融危机最引人注目的部分是受影响的国家如何行动，它们遵守新世界秩序的意愿如何。在大部分情况下，这些国家都不得不接受危机是自身的过错带来的惩罚的观点，因为除了以此等待投资者信心恢复之外，它们根本没有任何其他选择。即使是全力避免成为国际货币基金组织援救对象的马哈蒂尔，在一定程度上也采取了正统的紧缩性措施，接受了由此带来的经济衰退。

但是，到 1998 年夏天，马哈蒂尔的耐性似乎到了头。当时，许多人（包括一些受尊敬的人）在谈论亚洲国家重新偿还债务的可能性，即暂时推迟偿还债务，直到金融状况有所改善为止；或者甚至寻求债务减免，减少它们的一部分债务负担（以“布雷迪计划”的形式提出债务减免，正是结束 80 年代拉丁美洲债务危机的途径）。然而，一旦你认真考虑债务重组的可能性时，你就会发现，只要人们能够自由兑换美元和日元，债务重组就毫无作用。

假如马来西亚试图通过增加银行信贷，或者增加公共开支的方式来刺激经济，它会受到限制，因为这

种增加需求的政策会令投资者信心降低。例如，外资银行可能因害怕而不敢增加贷款。那么，政府为什么不与这些银行拟定一个“冻结性”协议呢？因为即使有了一个类似协议，还是有很多方法去攻击马来西亚货币。对冲基金还是可以卖空你的货币，本地的普通投资者出于对贬值的担心，还是会将林吉特兑换成美元逃走。总之，在资本自由流动时，单打一地对付外债的政策，会带来更多的问题。

既然如此，在现代世界中，用有效的政策来监管和限制资金外逃，就不是十恶不赦的大事了。而且，马哈蒂尔还有一个榜样——中国。

一些读者会觉得迷惑，中国居然能够从世界性的金融危机中奇迹般地逃脱。为什么这个作为亚洲奇迹重要组成部分的世界第一人口大国，可以幸免于金融危机？（下面的分析表明，它也可能卷入，但至少现在情况还不太坏。）难道中国的政策比其邻居都高明吗？与其邻居不同，能够挽救中国的原因在于，它的货币是不可“兑换”的，即在中国，你只有取得政府的证明文件，才可以将人民币兑换成美元，如果你要投机人民币，是得不到这些证明文件的。

因此，在别的地方，每个人都可以抢在贬值之前，冲到银行兑换外币，肯定会造成真正的贬值；但在中国，由于货币不可兑换，这种高速衍生的金融危机当然不可能发生。这也意味着，与其邻居不一样，

中国还保留着印刷钞票的权力，这意味着这个国家不会出现银行倒闭，因为人们相信政府会把钞票堆到受威胁的银行门口；意味着中国可以用增加支出和信贷的方法来抵消需求下降造成的衰退。

当然，这一切都是有代价的。在本书第 6 章中我们看到，任何控制资本流动的行为都会引起麻烦：如果规定太严格了，它会限制那些你想鼓励的“好”交易；如果规定太宽松了，人们很容易规避。赋予政府官员发出或限制有利可图的优惠政策的权力，在任何体制中都是腐败的温床，中国也不例外。在认识到这些问题的基础上，在许多西方国家的强烈鼓励下，中国曾经探讨过如何实行货币的完全自由兑换。实际上，1997 年 4 月，国际货币基金组织的委员会曾建议将资本账户自由化的目标正式写在该组织的条款上，作为 IMF 的政策目标。

可到这时候，包括 IMF 在内的每个国家，都庆幸中国没有开放资本账户。这个人口大国对危机的免疫力，是亚洲危机没有演变成为彻底悲剧的重要原因。

如果资本控制对中国是一件好事的话，为什么其他亚洲国家就不能限制自己的资本外逃呢？这正是马哈蒂尔及其顾问的理由。其他人也在思考同样的问题，在《外交》杂志的一篇广为流传的文章中，著名的贸易学家贾迪什 · 巴格瓦蒂(Jagdish Bhagwati) 就敦

促实施数个月的资本管制。在马哈蒂尔宣布外汇管制的前几天，还有另一位著名经济学家也在呼吁实施外汇管制。

作为一个经济学家，我是这么想的：资本控制是件坏事，但比其他方法都好。我倾向于不那么苛刻的管制措施；在管制时明确承诺，将利用管制得到的空间来进行结构改革和刺激经济；可以明确宣布，在一段时间后将结束管制。但是，我的观点无法完全与马哈蒂尔的政策分开。（不过，他那些令人讨厌的政治政策却没有任何借口，包括对前财政部长安瓦尔的欲加之罪。）

马哈蒂尔(包括我)错了吗？他一宣布管制，投资者们都声称绝不可行，认为这位疯狂的首相走在一条通往灾难的道路上。在最初几个星期里，各种分析管制为什么必然失败和如何失败的恐怖故事到处流传。但迄今为止，至少从技术上看，外汇管制比怀疑论者的声明所预测的可行得多。虽然，现在还不十分明确马哈蒂尔能否通过管制来令经济复苏，但是，许多观察者都同意这样的观点，马来西亚经济今年至少会保持正增长。

不过，其他几个亚洲经济体今年也有正增长。显然，马哈蒂尔的革命性政策来的不是时候（我的文章也如此）。当马哈蒂尔的政策生效时，亚洲经济的恐惧情绪开始消退，至少目前还是如此。部分由于上述

的鲁伯·金伯格效应的作用；部分由于人们认为除印度尼西亚外的亚洲经济还未到不可救药的地步。无论如何，亚洲货币由弱转强，利率下降，总的情况看起来好些了。实施资本管制，是不是太大惊小怪了？IMF 的政策真的管用了吗？

人们可以这样认为。但是，对发展中国家来说，情况还是很危险，故事还没有结束。无论从实践上，还是从理论上，华盛顿还有很长的路要走，才能控制住局面。

再见，巴西

巴西“是未来的国家”，这句当地谚语似乎有些苦涩，因为巴西的希望总在未来。它有一个由盛转衰的历史。先是亚马逊流域的“橡胶热”，后是 1964—1974 年间年均经济增长 9% 的“巴西奇迹”。然而，在过去的 20 年中，这个国家始终在危机中煎熬，并累积成恶性通货膨胀。但像其邻居一样，巴西在 1994 年终于听到了物价稳定和经济改革的福音。1994 年，财政部长费尔南德·亨里奇·卡多索发行了新的货币——雷亚尔，使之成为物价稳定政策的核心。雷亚尔的成功，令卡多索一夜成名，1995 年他

当选为巴西总统。

与阿根廷比索不同，雷亚尔没有实行与美元的永久性固定汇率。出于对永久性的固定汇率可能导致墨西哥式的汇率高估的担心，巴西的改革者们采用了“爬行性挂钩”(crawling peg)的政策,即用预先声明会采取的小幅度贬值，将汇率与通货膨胀联系起来。最初，这种折中方案看起来很有效：通货膨胀迅速下降，尽管一些制造业者抗议自己因汇率过高在世界市场上被排挤出来了，但汇率过高并不是一个大问题。1997 年秋天，巴西受到了投机者的攻击，迫使其提高利率来捍卫汇率，导致经济增长放慢和失业率升高。不过，到 1998 年夏天，局面还是可以容忍的，也处在可控制的范围之内。

然后，俄罗斯出问题了。也许俄罗斯的损失有某种直接的、机制上的传染效应：至少一些对冲基金也在巴西投资，以便获得高利率带来的效益，它们在赌雷亚尔只会缓慢地贬值。当它们在别处损失时，不得不将巴西的资产出售。但是，传染的主要原因在于，投资者突然发现两个国家之间有某些相似之处，巴西同样有难以应付的巨额财政赤字。

实际上，市场的这种类比是错误的。巴西经济不存在俄国“波将金”式的弄虚作假问题。与此相反，在危机前夕，麦肯锡顾问公司的研究报告指出，这个国家正在经历生产力急升的阶段，下一个 10 年它的

收入肯定会大幅度增加。巴西政府能够成功地收到税款，债务也不十分沉重。如果经济不出现停滞，利息负担不增加（在很大程度上，两者都是市场缺乏信心的结果），财政赤字还是相当合理的。正当巴西的官员觉得自己受了委屈时，8月份，该国的外汇储备以令人震惊的速度流失，是必须采取某些措施的时候了。

不仅仅是巴西人在为自己担忧，就在亚洲经济看起来刚刚平稳的时候，IMF和美国财政部觉得它们还要面对可能扩散的危机。于是，它们匆忙制定了一个援救计划，让巴西成为世界其他地方免受金融危机波及的“防火墙”。

在本书第6章，我已经分析了该计划的实质。在这里重复一下，它是亚洲计划的讽刺性的模仿：提高利率，削减支出；让利率保持高水平，等待情况改善。显然，这是一个会导致严重衰退的计划。（在写作本书时，许多分析家预测巴西经济在1999年会下降5%。而巴西的潜在产出，也就是在正常失业率状态下的可能产出，应该是增长5%，这意味着巴西经济会比其应该达到的水平下降10%。）显然，巴西的政治家们要为此做出额外的牺牲：让已承受了经济下滑的选民接受更苛刻的紧缩措施，而这些苛刻的措施本身，却不能够确保减缓投机压力。

毫无疑问，卡多索的紧缩政策难以获得国会的支

持。真正令人震惊的是，巴西一个州的州长，也是前总统弗兰科，宣布他无法偿还米纳斯·吉尔雷斯州（Minas Gerais）在中央政府的债务，而且此举得到了法院的支持。正是此事触发了 1999 年 1 月的雷亚尔危机，所以，很难想像 IMF 的援救计划是如何发挥作用的。

在写作本书的时候，危机还在发展之中，但我们可以从巴西援救计划的早期失败中得到不少经验。以下是巴西危机的时间表：

- 1 月 7 日：巴西前总统伊塔马·弗兰科，现任米纳斯·吉尔雷斯州州长，宣布他不再偿还中央政府的债务。该声明开始了巴西资本外逃的过程，巴西的外汇储备以每天 10 亿美元的速度流失。
- 1 月 13 日：巴西中央银行行长辞职，政府将雷亚尔贬值，但只贬值 8%，重蹈了墨西哥和俄罗斯的覆辙（即贬值意味着维护汇率稳定的承诺失效了，但又未能贬到令市场满意的水平）。
- 1 月 15 日：中央银行停止干预外汇市场，让雷亚尔的汇率浮动。市场反应相当令人振奋：汇率只贬了 10%，这个幅度远远低于权威们的预测。巴西的股票市场狂涨了 33%，因为人们相信，取消固定汇率意味着政府可以减息，经济会很快复苏。是不是第三世界国家终于可以摆脱宿命，能够成功地进行货币贬值了呢？

- 1 月 16—17 日：巴西官员飞赴华盛顿与 IMF 和美国财政部的官员会面，后者无视星期五（1 月 15 日）的好消息，坚持巴西应该提高利率，而不是降低利率。
- 1 月 18 日：巴西政府宣布不会降息，这个令人沮丧的结果导致雷亚尔汇率连日急跌。星期天，巴西最有影响力的《圣保罗日报》建议实行“外汇交易中央化”，即暂时实施资本管制。
- 1 月 28 日，雷亚尔对美元的汇率为 2.10 兑换 1 美元，而贬值前的水平为 1.22 兑换 1 美元。

这是一个悲惨的故事，也提出了一些令人头疼的问题。

最大的谜在于，在雷亚尔浮动的那个关键的周末，为什么华盛顿要求巴西提高利率？当时，巴西货币似乎自动稳定了，为什么不给它机会呢？因为巴西不像亚洲国家，可以承担较大程度的贬值，而不会带来太大的负面影响。与韩国公司不同，巴西公司没有那么高的财务杠杆，没有那么多的美元债务，因此雷亚尔贬值不会令它们破产。惟一值得注意的是通货膨胀问题，雷亚尔贬值会不会刺激价格上升呢？进口只占巴西 GDP 的 7%，所以贬值对通胀的直接影响很小；只有在工人要求增加工资，以及企业相应提高商品的价格之后，通货膨胀才会成为现实问题。以巴西停滞的经济状况看，工人们怎么可能冒失去工作的危

险，去要求增加工资呢？

当然，不改变利率水平，甚至降低利率水平是有风险的。但是，提高利率同样有风险。为什么不多等几天再做出必要的决定呢？

现在看来，华盛顿的官员们有一个先人为主的观点，即必须提高利率去捍卫汇率，除此之外，他们不会考虑任何其他方案。其实，这里面可能有某些自我证明的成分在起作用，如果汇率浮动后巴西能解决问题，如果提高利率的要求并不迫切，那么典型的 IMF 救援计划的痛苦就完全不必要承受，那些严重的经济衰退就完全可以避免。对于 IMF 的官员来说，这种设想不是好事，也许正因为如此，他们才不愿意让巴西去实验一下。

但是，如果此举的目的是为过去的政策辩护，其后果却是负面的。巴西危机让人们感到恶梦重现：像墨西哥、泰国、印度尼西亚、韩国一样，每个看起来成功的经济体都在自己危难之时到华盛顿来寻求援助，并尽力遵守华盛顿建议的计划，到头来却是一场灾难。在写作本书的时候，J. P. 摩根公司预计巴西的 GDP 会下降 5%；所罗门公司预计会下降 6%，这些预测肯定会被进一步修改，很清楚，巴西正处在泰国和韩国经历过的危机之中。

谁是下一个？

我们是否列举完了那些脆弱的经济体，还有没有进一步的危机？

有三类经济体还没有进入完全的危机状态，但依然愁云笼罩。我们可以将它们划分为好的、坏的和富裕的三类。

好的经济体是那些从头就尝试遵守新世界秩序的经济体，它们遵循稳健的货币政策和财政政策，但它们发现自己被邻居的危机所拖累了。在亚洲，香港是典型的例子。如果周围的经济体继续贬值和恶化，香港杰出的财政和货币纪律、小心翼翼的银行监管，还是起不了任何作用，香港的局面还有可能进一步恶化。在拉丁美洲，与香港对应的是阿根廷，当其邻居巴西经济恶化和汇率贬值时，阿根廷的货币局制度就不再坚不可摧了。在写作本书时，阿根廷在讨论是否需要采取极端措施去捍卫货币的信誉，即放弃比索，实施美元化。但是，阿根廷可能因自尊心而不愿意实施美元化；也可能因为危机太快而没有实施美元化需要的时间；就算真正实现了美元化，也不能防止银行和公司破产。至于其他管理得较好的新兴市场经济体，包括从墨西哥到以色列等国家，都有一种不寒而栗的感觉，谁会是下一个染上流感者呢？

坏的经济体是指那些至少与已在危机中的国家一样，快要进入危机状态的经济体，但它们现在还幸运地处在危机之外。当然，典型的国家是中国，虽然它也拥有银行不良经营等特征，但货币的不可兑换性挽救了它。

中国是否会走上其邻居那样的道路？可能，但由于其货币的不可兑换性和没有巨额外债，危机的形式可能有所不同。一种可能的形式是出现大规模银行倒闭，原因在于政府没有及时注入大规模的现金去防止银行倒闭；而政府不加快印刷钞票的原因是害怕人们用这些钱去兑换美元，导致外汇控制失灵。另一种可能的形式是日本式的内部支出放慢，而政府对此无能为力，原因不是利率已经下降到零的水平了，而是在利率下降到零之前，政府只能慢慢地降低利率，防止人们绕过外汇控制实行资本外逃。两种危机形式的根源都在于实质经济，即中国的银行体系问题很多，该国又无法刺激私人投资和消费支出。

但好消息是中国政府充分认识到了这些风险，并通过大规模的公共支出来克服它们，这正是典型的“凯恩斯疗法”。尽管实行外汇管制，中国还是有大量的资本外逃，好在这种外逃只是细水长流，而非波涛汹涌，该国巨大的外汇储备基本能够维持原封不动。这里，最清楚也是最现实的危险（我认为，那些过去两年对此有信心的人，现在已经不太注意这点

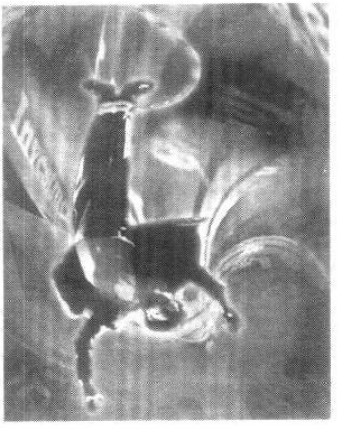
了），不在于中国经济本身会崩溃，而在于当它觉得压力逐步增大时会选择贬值，这不但会给中国自己带来悲剧，也会威胁其他正在复苏的亚洲经济。

最后，那些富裕的经济体，即第一世界的国家，我们是否脆弱呢？

日本已经深陷麻烦了。在写作本书的时候，基于外界认为不可能持久的大规模公共工程投资，日本经济在 1998 年第四季度有轻微上扬，日本官员又在预测经济复苏了（令人尴尬的是，在充满一相情愿的臆想中，同一批官员稍后预测美国经济会马上崩溃）。我认为，除非实行根本性的政策转变，日本经济将继续深陷在“流动陷阱”之中。

因此，问题在于欧洲和美国是否同在一条船上。如果不幸可以出现在日本，那它随时会光临我们。我们都很容易成为另一个日本。欧洲的增长已经放慢，接近实质通货紧缩的局面了，如果欧洲中央银行等到通货紧缩时才降低利率，情况会怎么样？美国的股票市场到了难以调节的极端水平，其崩盘会严重打击消费需求，美国联邦储备银行能否抵消这种负面影响？

好在这些结果都是想像，不是预测，更非必然出现。而且，其中一些还自相矛盾，如果我们能够充分认识到在新世界秩序中再度出现的旧式风险，我们也许能够避免它们。



萧条经济学的回归

第9章

如果我们不清醒地分析当前的问题,不从实际出发考虑问题,我们就无法达致我们需要的理解和把握。有些人认为,日本、亚洲新兴市场和巴西的问题是结构性的,不可能在短期内就解决。但我相信,通向世界繁荣的惟一重要的结构性障碍,正是那些盘踞在人们头脑中的过时的教条。

世界经济还没有进入萧条，可能也不会在短期内进入萧条。尽管萧条没有来临，萧条经济学，即专门讨论30年代世界经济面临的问题的经济学，已经重返历史舞台了。虽然，大萧条后我们再没有遇到过类似的问题。五年以前，没有人想像得到，出于对货币投机者的恐惧，一个现代国家会陷入痛苦的衰退；也没有人想像得到，一个主要的发达国家发现自己始终无法创造足够的需求，让自己的工人和工厂充分就业和开工；更没有人想像得到，美国联邦储备银行会怀疑自己平衡金融市场恐惧的能力。世界经济处在比我们想像的危险得多的地步。

世界怎么会变得如此危险呢？更重要的是，怎样才能使它安全些？在本书中，我讲了许多故事，现在是归纳的时候了。

什么是萧条经济学？

萧条经济学已经回归了，这意味着什么？从本质上看，它意味着两代人以来，宏观经济需求管理方面第一次出现问题，即私人支出不足以利用现有的生产能力，越来越成为世界大部分地区通向繁荣的障碍。

我们这些经济学家、决策者们，以及受过教育的

公众，在很大程度上还对此准备不足。归在“供给经济学”（supply-side economics）名下的一连串愚蠢思想，其实是一个怪异的教条。如果不是讨得了某些编辑和富人的欢心的话，它们根本就毫无影响力。但在过去几十年中，确实有将经济思考的重心从需求方面转移到供给方面的潮流。

这个潮流部分是经济学中理论思辨的结果，这场辩论像通常一样逐渐地流传出来，再配以华丽的包装，就变成了一套完整的理论。简单地说，这场辩论的起源如下：在理论上，如果工资和价格水平下降的幅度大于失业增加的速度，总需求不足的矛盾就可以自行治愈。在保姆公司衰退的故事中，如果照顾 1 小时孩子的价格下降的幅度低于票券价格下降的幅度，即意味着现存的票券购买力增加了，这样，不需要管理层采取任何行动，保姆公司的活动就会自动恢复到“充分就业”的水平。在现实中，这种情况不可能发生；或者说，如果可能发生的话，也需要很长时间才起作用。迄今为止，经济学家们对其中的原因还无法达成共识。为此，发生了一系列学术纠纷，令对经济衰退的整个话题及其发生过程成为一种专业雷区，越来越少的经济学家敢于去探索。于是，公众就认为或者是经济学家们闹不懂衰退的问题，或者是需求管理的药方不灵了。实际上，那些过时的需求管理型宏观经济学，对我们今天面临的问题早有论述，但问题在

于其支持者们无法据理力争，而其反对者们则群情激昂。

令人费解的是，如果需求经济学的理论弱点，是导致我们无法重视重新出现的萧条性问题的一方面原因，那么它在实践中的成功则是另一方面的原因。过去几十年中，就在经济学家们在争论货币政策到底能否令经济走出衰退时，各国中央银行实际上在不停地重复执行这一政策，而且有效地解决了需求不足导致经济停滞的问题。显然，美国联邦储备银行及其在别国的同行总是会降低利率，刺激开支的增加。而这种做法的惟一限制是一国经济的生产能力，即供给方面的问题，但这种情况是非常短暂的。

即使在现在，很多经济学家还认为衰退微不足道，对衰退的有关研究也是一个逐步消失的话题。符合潮流的研究应该集中在技术进步和长期发展上。当然，这些都是重要的问题，在长期中它们确实起作用。但是，也正如凯恩斯所指出的，在长期中我们都已死掉了。

与此同时，短期中的现实世界正经历一次又一次的危机，所有问题都一针见血地涉及到需求不足。日本发现，传统的货币和财政政策无法起到足够的作用。这种问题可以发生在日本，我们敢肯定欧洲经济，乃至正在膨胀的美国经济就不会陷入类似的陷阱吗？墨西哥、泰国、马来西亚、印度尼西亚、韩国、

巴西，一个又一个的国家进入衰退，它们都发现传统的政策工具只会令局面更加恶化，而衰退本身至少在短期内已经抵消了过去的经济成长。因此，如何增加需求，以便充分利用经济的生产能力，已经是一个至关重要的问题了。萧条经济学又回来了。

什么是当务之急？

萧条经济学回归之后，要面对的第一个问题是灾难扩散的可能性，即阿根廷、南非、土耳其，或者（上帝保佑）中国会不会成为下一批受害者；欧洲的通货紧缩和美国股市崩盘会不会在整个发达国家造成日本式的危机。即使可以控制这方面的危险，在经济发展中还是有其他更微妙的问题，因为在一个受到需求不足持续威胁的世界里，自由市场体制是难以永远生存下去的，尽管我们已经享受到了自由市场的所有好处。

回想一下“凯恩斯契约”。自由市场的推崇者连凯恩斯主义政策都一概否定，他们认为政府通过干预刺激需求的做法是自由市场的敌人。但是，他们错了。在一个没有足够需求的世界里，自由市场原则是难以运行的。

让我们具体看看阿根廷的例子。假设阿根廷的货币局制度继续生存下来了，或者说该国放弃比索而实行了美元化，在这种情况下，该国很可能会遭受严重的经济衰退和持续几年的高失业率。这时候，假设一个强有力的工会或者商业组织，要求阿根廷政府利用关税和进口配额来保护本国的工作机会。正统经济学对这种要求的看法是，这不会创造工作机会，而只是增加被保护工业的工作，但它同时相应减少了其他行业的至少同等数量的工作机会。这种结局，在美国肯定会出现，因为保护某些产业带来的通货膨胀压力，会令联邦储备银行提高利率，从而在其他行业减少相等或者更多的工作机会。但对于一个需求不足的高失业国家来说，它又无法采取其他措施去刺激总需求，因为那样会导致资本外逃，上述论点就成问题了。在其他国家不报复的情况下，提高关税可以增加阿根廷的就业。当然，这不意味着阿根廷，或者以色列、香港，或者其他处在类似状况的经济体会成为保护主义者，这只意味着它们在寻找新的方法，令自己或多或少地恢复充分就业的状态；或者说意味着自由市场政策的理论基础开始出问题了。

所以，现在应该重新认识自由市场主义，特别是全球化的兴起对人类的作用。在这种情况下，我们还能在多大程度上保留和扩大自由市场的好处。像30年代一样，在一个接一个的经济体崩溃后，只是通过

不停地重复坚持自由市场政策，是无法捍卫经济全球化的。如果我们希望看到更多的经济奇迹，看到更多的国家摆脱贫困，我们最好找到应付新生而难缠的萧条经济学的答案。

责备受害者

直到现在，还是有许多权威不接受最近一连串危机是资本主义制度出了问题的观点；相反，他们指出，错误在于个别国家领导人的政策的弱点：日本的银行太粗心大意了；印度尼西亚的统治者太腐败了；巴西的财政赤字太大了。如果执行了正确的政策，它们就没有问题。所以，没有理由相信这些国家正在遭受萧条经济学的问题带来的痛苦。即使有了在危机前这些国家大部分都因其卓越的管理能力而广受赞扬，危机后才发现它们漏洞百出的经历，也无法改变这些权威的看法。但是，我觉得我们需要非常小心，了解这些危机到底有什么启示。

假设一条高速公路上最近不寻常地出了一大串车祸。调查人员非常仔细地调查了每次车祸，而且从每个案件中都得到了某些特定的原因：司机喝酒了；轮胎出问题了；司机踩错刹车了；等等。调查的结论

是，这不关公路的事，而是司机的原因。显然，这个结论有两方面是值得怀疑的：第一，如果严格检查起来，几乎每个司机、或者每辆汽车，都有某种程度的问题出现，难道这些出事的司机比平均的水准差吗？第二，即使这些司机都是不同寻常的有问题的司机，这也不能排除道路的问题：好司机在任何路上都不太容易出事；而好路却不要求使用者不犯任何错误。

类似地，一个好的经济制度不要求它的居民总是执行完满的政策。令人震惊的是，从日本到韩国这些最近遭灾的国家中，大部分在不久前还被当作榜样。显然，在此之前的推崇者是过度的盲目崇拜。它们真的像人们现在认为的那样糟糕吗？还是说，这种分析只是马后炮？我们可以作一个比喻：如果在亚洲和拉丁美洲衰退中高处不胜寒的美国经济出现问题，我们可以肯定的是，事情发生后，权威们会深刻地解释美国为何会有此大劫。显然，那些不受管制的对冲基金；那些得到错误信息进入高度流动的股票市场的小投资者；过度宽松的消费信贷以及由此而带来的零储蓄率等等，都预示着大祸临头。

特别痛心的情况在于，从所有的角度看，过去两年中发生危机的经济体，都执行了比它们过去要好的政策。正如一个沮丧的巴西人指出的：“巴西从来没有一个如此负责任的政府，从来没有过如此好的商业环境，为什么还会发生这些问题？”这话还是在

1999 年 1 月份的危机之前说的。

对受害者的责难有以下几个方面：第一是我认为的“后遗症理论”（hangover theory），即衰退是应受的惩罚，是对过去行为的不可逃避的惩罚。日本正在为过度投机的“泡沫经济”付出代价（哪怕是八年之后！），亚洲正在为 90 年代的借债消费式繁荣付出代价。对此，正如熊彼特在 30 年代指出的，除了让“衰退的工作”继续之外，别无他法。后遗症理论的特别动听之处，不在于它的答案简单，而在于与此相反，它令其支持者在进行道德说教时，有一种问心无愧的快感，他们可以相信自己不是铁石心肠的人。

但这个理论是彻头彻尾的谬论。这些国家过去确实有过分的行为，即使经济复苏了，它们还有许多坏账和投资要冲销。但是，没有理由认为过去的错误投资，需要由今天勤恳的工人来承担失业的代价，需要让今天物有所值的工厂闲置。如果美国股市明天就崩溃，没有人觉得艾伦·格林斯潘会补偿投资者的损失。但是，如果他没有竭尽所能去防止由股票的账面价值下跌而导致的大规模失业，我们将会而且应该谴责他渎职了。

另外一个相关的看法是，这些地区的经济衰退是因为它们有“结构”性的问题，只有解决了结构问题，经济才能够复苏。该观点甚至认为，通过刺激需

求来制造复苏的做法是错误的，因为这样会减少改革的压力。我们被告知，日本经济模式失败了：它的管理人员墨守成规；它的公司没有自下而上的激励机制；它的银行与客户之间的关系太密切了。难怪日本经济会停滞。反过来，一场严重的经济衰退，则可以动摇过去的制度，对日本的未来实际上应该是件好事。（一个非常敏感的日本经济学家告诉我："您的建议只会令那些人继续过去的习惯，而此前他们刚刚做出了最终不得不开始改革的决定。"）但是，并非所有的问题都是结构性的，有时候一辆熄火的汽车需要推一把。同时，我们所有人都有结构性问题，你应该能想像到，是繁荣，而不是萧条才是治愈这些结构性问题的最佳环境。

最后，让我们小心些，不要把别人的成功说成是失败。直到 1999 年 1 月份巴西出问题为止，华盛顿和其他地方的官员已经表现出一种特别的沾沾自喜。韩国看来渡过了最困难的阶段；日本出现了一线增长的曙光；看，它们的政策起作用了。这等于是说，由于大多数高速公路事故的受害者都存活了，其中一些还能够设法走路了，所以高速公路的安全保障计划成功了。实际上，在我们能够宣布萧条经济学的回归终结以前，我们还有很长的路要走。

那么，我们应该做些什么呢？

保护富裕者

世界是一个不公平的地方，发达国家占尽了便宜。不仅是因为它们富裕，还因为它们一般都有比较稳定而且高效率的环境。而且，它们处在双重标准中有利的一端：在犹豫时，投资者和市场愿意将可能的好处给它们。这一切都给了它们行动的自由，使它们有能力对付经济问题，这是发展中国家嫉妒也得不到的。

然而，日本的例子告诉我们，发达国家也会遭殃，1998 年秋天的可怕事件显示出发达国家也有出现一边倒的金融危机的风险。它们能够保护自己吗？

我清楚地说过了，我相信日本可以做到这点（见本书第 4 章）：它正处在“流动陷阱”之中，利用传统的货币政策是无法摆脱困境的，因为即使是零利率也不够低；另一方面，随着巨额财政赤字的出现，日本的财政政策也用尽了，因此日本现在必须革命性地扩张货币供应，目标就是要让投资者和存款者相信，如今的通货紧缩现象会转变成为持续的、程度适中的通货膨胀现象。一旦日本人决定要采取行动，其结果将会令他们震惊。但是，让日本感觉到这种革命性的变化是拯救日本的惟一出路，还需要一定的时间。

美国和欧洲现在不在“流动陷阱”里，它们的考虑是如何避免陷入“流动陷阱”。最好的预防措施是，乘情况还好的时候，不要让通货膨胀降到太低的水平：要将通货膨胀的目标设定在至少 2%，以便在需要时利率降低到零时，真实利率可以达到负 2% 的水平。以这个标准看，在写作本书时，美国或多或少正在采取正确的政策，而欧洲的货币政策就太保守了：经济增长放慢了，通货膨胀降低到 1%，而且还在继续下降，而利率却处在 3% 的水平。因此，通胀和利率之间的差异太小了，将来很难给对付衰退提供有力的武器。我希望在本书出版的时候，欧洲中央银行已经很积极地降低利率刺激经济了，如果不是这样的话，“流动陷阱”将会找到又一个祭品。

从更长期的观点看，想办法应付最近出现的对市场恐惧的反应脆弱是个好主意。对冲基金造成的恐惧揭示了在现代金融市场中，人们创造了许多发挥银行作用的金融机构，但它们又没有受到传统银行的安全保护网络的监控，这意味着传统的金融恐惧的可能性实际上已经再现了。我们应该仔细分析一下，这个过程中谁欠了谁的，到底欠了什么，以便在下次危机来临之前设立一些新的“防火墙”。

最后，如果危机真的发生了，办法其实很简单：毫不犹豫地大幅度降低利率。尽管格林斯潘认为美国股市已经超值了，我希望而且相信，他不会犯日本在

引爆泡沫经济过程中的错误，即在这个过程中欢迎和等待市场的调整，而没有及时降低利率，到发现出问题已经为时太晚。我对欧洲中央银行倒不那么具有信心，让我们希望它的行长们早日觉醒吧！

总的来说，我对发达国家解决问题的能力持轻松而放心的态度。我这句话的意思是发达国家在解决问题时不需要付出特别痛苦的代价。尤其是没有迹象显示，在美国和欧洲实施 2% 的通货膨胀率，日本甚至以 4% 的通货膨胀率为目标，会对实质经济带来明显损害；而且，发达国家为抑制萧条经济所做的事情，并不违背它们对自由市场原则的承诺和追求。

与此相反，发展中国家为此要付出的代价就大多了，发展中国家要做出政策选择也困难得多。

帮助贫穷者

在写作这最后一章的时候，瑞士达沃斯这个全球精英们经常在冬天举行自我祝福性质集会的度假胜地，充斥着骚动的情绪。每个人都因为巴西的灾难而谴责国际货币基金组织，要求 IMF 的管理者辞职，甚至要取消这个机构。但是，这些批评又自相矛盾，其程度甚至超过它们与 IMF 政策的分歧。一些人觉

得巴西应该将雷亚尔的汇率永久地固定下来，一次性也是永久性地引进阿根廷的货币局制度。另外的人则觉得雷亚尔应该完全自由浮动，致命的错误在于提高利率去捍卫它的汇率。当然，还有一些人觉得巴西应该实行外汇管制，以便限制投机行为。

最奇怪的事情是，在某种程度上，这些批评意见都有道理。IMF 现行的以巨大代价捍卫汇率的政策非常值得争议，它既没有明确令人们相信捍卫汇率一定可以成功，也没有对那些投机它会失败的人给予限制，所以，它是世界上最失败的政策。其他任何选择，或者完全浮动的汇率，或者货币局，或者外汇管制，都比这种两头不靠岸的政策好得多。

我对货币局制度持怀疑态度。正如我在本书第 6 章所说的，即使货币局制度管用，它只能防止人们对该国的货币进行投机，而无法防止人们对其经济进行投机。也许后一方面的风险不那么大，但这点很难确定。货币局制度的成功，需要非常有利的政治环境，如果货币局制度失败了，后果将是一个真正的灾难，政府的信用将一无所有。

贬值的选择有一线机会：在不提高利率的前提下，让市场推低你的汇率。这种做法对发达国家是有利的，也许它对部分发展中国家也管用。对巴西来说，则是与此相反的策略非常令人痛苦，即通过将利率提到极高的水平来防止资金外逃，这是一个一无是

处的策略。这不仅仅是因为它令实质经济陷入衰退，而且给投资者们世界末日的感觉，它也经常起不到稳定汇率的作用。现在看来非常可能的情况是，如果巴西不提高利率来捍卫雷亚尔，它的汇价倒可能不需要下降那么多。当然，一些实施了高利率的亚洲经济体开始复苏了，也只是意味着事情不是致命的，大部分能活下来的人只是幸存者而已。

但是，如果贬值的方法不可取，因为该国的公司有大量的外债，或者因为此举会导致公众对本国的货币失去信心，应该怎么办呢？在这种情况下，就很难避免实施资本管制措施了，它可以在市场平静下来之前为资本外逃设立一道屏障。许多自由市场的倡导者觉得这个主意大逆不道，他们认为将资金放到自己觉得最合适的地方的权利是神圣不可侵犯的。但是，正如言论自由并不意味着你有权在一个拥挤的电影院里大喊“开火！”一样，自由市场的原则，并不必然意味着投资者们在惊慌失措中有互相践踏的权利。金融危机正是一场崩溃，如果没有危机风险的话，也就是说，如果每个投资者都确定其他人不会逃窜的话，巴西应该是一个安全的地方。但是，如果投资者之间互相猜疑，危机就来临了。

这个意思是，一旦危机的威胁来临，实施紧急的资本管制不光是该国的利益，也是投资者的利益。正如政府在地震后混乱的城市中实施短暂的戒严，可以

保证居民的安全一样。甚至可以说，在必要时实施外汇管制，不但不会减少长期性投资的进入，一旦它们习惯了临时管制的正面稳定作用，还会增加它们的信心。

简而言之，上面的建议就像对付不许去教堂的禁令一样，尽管去吧，管它呢！在金融危机中，政府必须当机立断。如果可行，你又清楚其长期后果的话，就实施货币局制度吧。如果实际情况允许，就让货币浮动吧。否则，就迅速实施外汇管制。不管做什么，千万不要犹豫。

当然，最重要的工作是预防危机的产生。我们可以做什么呢？现在每个人都清楚，应该是更好的信息披露，公司和银行有更多的“透明度”，对金融风险进行更密切的监管等等。我们应该尽快完善上述措施，除此之外，我们还要找到在本书第 5 章中描述的降低恶性循环的破坏力的方法。由于我们讨论的是长期的措施，我们还有讨论的时间。我个人的建议是，各国政府要积极劝阻当地公司举借外债；同时，也许甚至要防止公司过度借债（即降低“杠杆”的作用）。最好的方法是对举借外债的公司收税。有了这条措施，发展中国家就重新获得了让汇率轻微波动而不引发金融危机的能力。有了这条措施，就基本可以防止金融危机的产生。

我不喜欢政府必须干预市场的观点，此举只会限

制市场，而不会拯救市场。但是，任何注意到过去几年这一系列危机的人，都难以坚持无为而治的心态，都难以坚持金融市场总是回报那些逆来顺受者而惩罚不坐以待毙者的观点。

虚荣与偏见

在写作本章的几天前，巴西总统卡多索绝望地拒绝了外汇管制的建议，他坚持认为，外汇管制只会令他的国家丧失成为“第一流”国家的希望。这条声明发出的时候，金融新闻稿正在揣测巴西是不是要延期偿债，甚至宣布银行放假以便重组；分析家们正在忙于调整他们的预测，认为该国经济会进一步衰退。

人们不得不为卡多索难过，他竭尽所能，做了所有应该做的事，但却毫无收获。显然，巴西不适合在世界资本市场中游泳，在没有救生圈的时候，这是非常危险的。他的国家没有什么（虚）荣誉值得自豪的，如果外汇管制是走出两难困境的惟一选择，就尽管实施吧。毕竟，大部分“第一流”的国家在第二次世界大战后都有一代人实施外汇管制的经历，在它们繁荣昌盛以后，才打开大门让资本自由流动，而不是采取相反的做法。

事实是，这种虚荣是我们无福消受的奢侈品，因为世界正毫无疑问地处在风险之中。因此，当看到日元汇率越来越弱，欧元成为美元的主要竞争对手，导致日元地位的衰退时，那些反对日本采取扩张性货币政策的官员对此感到不安的想法，是值得批评的。另一方面，那些在不久前还坚持强势欧元作为欧洲货币联盟最重要目标的欧洲官员们，现在正谈论维持就业和避免通货紧缩是首要任务，则值得高度肯定的。

比虚荣更糟糕的是对实施正确政策的阻碍行为，也就是偏见。我在这里指的偏见的意思是，太多有影响力的人不顾实际情况的变化，而坚持教条主义的经济政策。20年前，当大多数发达国家深受两位数的通货膨胀之苦时，当不分青红皂白的外汇管制成为经济扭曲和腐败的主要原因时，追求价格的稳定和货币的可兑换性，当然可以将世界引向正确的方向。但我们已不生活在那个世界了，当今时代的呐喊是另外一些陈规旧习的危险。在接近或陷入“流动陷阱”时，拒绝重新评价零通货膨胀的正确性；当投资者对经济崩溃的恐惧演变成为自我强化的过程时，拒绝考虑外汇管制，确实犯了将经济政策的教条凌驾于现实之上的大忌。

那些花时间突破学术的限制进行经济学辩论的人，很快会发展出某种既无动于衷又愤世嫉俗的视野。无论如何，令人震惊的是，那些存在严重思想僵

化症的有影响的人，不仅仅是政府官员，也包括新闻记者，甚至是职业经济学家。应该说，无论从任何意义讲，经济分析都不是一堆放之四海而皆准的教条，而应该是一种思想方法，一种可以面对日新月异的世界的工具。用旧的思想方法来玩新的游戏，正是经济分析发挥作用的关键。例如，对衰退如何发生的过程有了基本认识之后，我们就知道如何令用那些正常方法不管用的衰退走出困境了。但在去年，我吃惊地发现，如此众多的人们在削足适履，他们正忙于拼凑新的方法去适应旧的游戏。当失去控制的财政赤字成为问题时，那些担心财政平衡的人，突然坚持提高税收和减少开支才能真正防止衰退，因为只有这样才能恢复信心。当通货膨胀风险增加时，那些主张价格稳定的人，则声称“管理型通货膨胀”会引火烧身，因为在日本（尽管不是世界其他地方），弱势日元和更低的利率会进一步降低需求。如果这些论点是被当作非正统的政策提出的，它们肯定会被当作废话马上抛弃；然而，它们是被用来捍卫正统经济学的，而不是相反。

所有这一切都清楚地表明，萧条经济学又回归了。经济学中最言简意赅的句子是“没有免费的午餐”，它指资源是有限的，如果想要多一样东西，必须少要另一样东西。也就是说，没有付出就没有收获。但是，萧条经济学却是对免费午餐的研究，只要

我们伸出手来，就有免费午餐，因为这时候大量的闲置资源就有用武之地了。1930 年，梅纳德·凯恩斯曾经写到：“我们陷入巨大的混乱之中，这架精美的机器失控了，我们却无能为力。”他和我们的世界中，真正短缺的不是资源，更不是美德，而是对现实的理解和把握。

但是，如果我们不清醒地分析当前的问题，不从实际出发考虑问题，我们就无法达致我们需要的理解和把握。有些人认为，日本、亚洲新兴市场和巴西的问题是结构性的，不可能在短期内就解决。但我相信，通向世界繁荣的惟一重要的结构性障碍，正是那些盘踞在人们头脑中的过时的教条。

主要译名对照表

A

accelerator principle 加速原理

Afghanistan 阿富汗

Alfonsin, Raul 劳尔·阿方辛

Argentina 阿根廷

Asian financial crisis 亚洲金融危机

"Asian system" "亚洲体制"

Aspe, pedro 佩德罗·阿斯平

Australia 澳大利亚

Austria 奥地利

B

baht, Thai 泰铢

Bali (印度尼西亚)巴厘岛

Bangladesh 孟加拉国

Bank for International Settelements 国际清算银行

Bank of England 英格兰银行
Bank of Japan 日本银行
Bank of Thailand 泰国银行
bank runs 银行倒闭
Bhagwti, Jadish 贾迪什·巴格瓦蒂
Bosworth, Barry 巴里·博斯沃斯
Brady Plan 布雷迪计划
Brazil 巴西
Brezhnev, Leonid 勃列日涅夫
bubble economies 泡沫经济
Bush, George 乔治·布什

C

Calvo, Guillermo 古勒莫·卡尔沃
Canada 加拿大
capital control 外汇管制；资本控制
capitalism 资本主义
Cardenas, Cuauhtemoc 古奥海迪莫克·卡蒂纳斯
Cardoso, Fernando Henrique 费尔南多·卡多索
Catherine II(the Great), Empress of Russia 俄罗斯女皇；凯瑟琳二世
Central Banks 中央银行
Central Intelligence Agency 中央情报局
chaebol 财团

Chang Hsieh 张谢
Chile 智利
People's Republic of China，中华人民共和国
Clinton, Bill 比尔·克林顿
Clinton administration 克林顿政府
Collins, Susan 苏珊·柯林斯
Colosio, Donaldo 多纳尔多·卡罗西奥
concerted lending 协调式借贷
Congress, U. S. 美国国会
The Crisis of Global Capitalism, (Soros) （索罗斯）《全球资本主义的危机》
crony capitalism 裙带资本主义
Cuba 古巴
Cultural Revolution 文化大革命
Currency Boards 货币局
Czech Republic 捷克共和国

D

de la Madrid, Miguel 蒙戈尔·德拉马德里
demand-side economics 需求经济学
Deng Xiaoping 邓小平
Denison, Edward 爱德华·丹尼森
depression economics 萧条经济学
Diaz, Porfirio 巴菲里奥·迪亚斯

dollar, Australian 澳大利亚元
Dollar, Canadian 加拿大元
dollar, Hong Kong 港元
dollar, U. S. 美元
Dornbusch, Rudiger 鲁迪格·多恩布什

E

East Asian Miracle 东亚奇迹
Economist 《经济学家》
effective demand 有效需求
emerging markets 新兴市场
The End of the Business Cycle, (Foreign Affairs (《外交》杂志)《商业周期的终结》
Estonia 爱沙尼亚
euro European 欧元
European Central Banks 欧洲中央银行
European Monetary System 欧洲货币体系
Exchange Rate Mechanism (欧洲)汇率机制
exchange rates 汇率
Exchange Stabililzation Fund 外汇稳定基金

F

Falklands War of 1982 1982年福克兰群岛战争（马尔维纳斯群岛战争）

Fallows, James 詹姆斯·费洛斯
Federal Open Market Committee (美国)联邦公开市场委员会
Federal Reserve (美国)联邦储备银行
Finance Minstry, Japan 日本大藏省
Fisk, Jim 吉姆·菲斯克
floating exchange rate 浮动汇率
Folha De Sao Paulo 《圣保罗日报》
Ford, Henry 亨利·福特
Foreign Affairs 《外交》杂志
franc, France 法国法郎
France 法国
Franco, Itamar 伊塔马·弗兰科
free Markets 自由市场
Friedman, Milton 密尔顿·弗里德曼

G

Galbraith, John Keneth 约翰·肯尼斯·加尔布雷斯
Gates, Bill 比尔·盖茨
Germany, Democratic Republic of (East) 德意志民主共和国(前东德)
Germany, Federal Republic of (West) 德意志联邦共和国(前西德)
Germany, Nazi 纳粹德国

Germany, reunified 统一德国
globalization 全球化
gold standard 金本位
Gould, Jay 杰伊·古尔德
Great Bratain 英国
great depression 大萧条；大危机
Greenspan, Alan 艾伦·格林斯潘
gross domestic product(GDP) 国内生产总值（GDP)
growth recession 增长型衰退
Gulf War 海湾战争

H

hangover theory 后遗症理论
Hashimoto, Ryutaro 桥本龙太郎
hedge funds 对冲基金
Heritage Foundation 传统基金会
High-performance Asian economies 高增长的亚洲经济
Hong Kong 香港
Hoover, Herbert 赫伯特·胡佛
Huntington, Samuel 塞缪尔·亨廷顿

I

ICOR(incremental capital-output) 单位产出资本要

求率
Indonesia 印度尼西亚
Industrial Revolution 产业革命
inflation 通货膨胀
information revolution 信息革命
The Party of Revolutionary Institutional(PRI) . Mexican (墨西哥)革命制度党(PRI)
International Monetary Fund(IMF) 国际货币基金组织(IMF)
international monetary system 国际货币体系
Iranian revolution of 1979 1979 年伊朗革命
Israel 以色列
Italy 意大利

J
Japan 日本
Japan as Number One(Vogel) (傅高义)《日本第一》
Japan Trap(Krugman) (克鲁格曼)《日本陷阱》
Java (印度尼西亚)爪哇岛
J. P. Morgan J. P. 摩根公司

K
Kahn, Herbert 赫尔曼·卡恩
keiretsu (日本)财阀

Keynes, John Maynard 约翰·梅纳德·凯恩斯
Keynesian compace 凯恩斯契约
Khrushchev, Nikita S. 赫鲁晓夫
Korea, Democratic People's Repulic of 朝鲜；朝鲜民主主义人民共和国
Korea, Republic of 韩国；大韩民国

L
labor productivity 劳动生产率
Lamont, Norman 诺曼·拉蒙特
Lation America 拉丁美洲
Lau, Lawrence 刘遵义
Lee Kuan Yew 李光耀
Leyden, Peter 彼得·林登
liquidity trap 流动陷阱
Long Boom, The: A History of the Future (schwartz and Leyden) (舒尔茨和林登)《长期繁荣 历史的未来》
"long" position 买空
Long Term Capital Management 长期资本管理公司
Looking at the Sun: The Rise of the New East Asian economic and Political System(Fallows) (费洛斯)《注视太阳 新东亚经济政治体制的崛起》

M

McKinsey company 麦肯锡公司

Mahathir Mohamad 莫罕默德·马哈蒂尔

Major, John 约翰·梅杰

Malaysia 马来西亚

Mamaged inflation 管理型通货膨胀

Marshall, Alfred 阿尔弗莱德·马歇尔

Marxism 马克思主义

Medley Report 梅德利报告

Mellon, Andrew 安德鲁·梅隆

Menem, Carlos 卡罗斯·梅内姆

Mexico 墨西哥

Mexico: Stabilization, Reform, and No Growth (Dornbusch) (多恩布什)《墨西哥：稳定、改革,但没有增长》

MITI(Minsistry of International Trade and Industry), Japanese 日本通产省

Monetary Authority, Hong Kong 香港金融管理局

Monetary Theory and the Great Capitol Hill Baby-sitting Co-op Crisis(Sweeney and Sweeney) (斯威尼夫妇)《货币政策与大国会山保姆公司危机》

money multiplier 货币乘数

moral hazard 道德风险

The Myth of Asia's Miracle, (Krugman) (克鲁格

曼)《亚洲奇迹的迷思》

N

Nehru, Jawahrlal 加瓦哈里尔·尼赫鲁

neoclassical synthesis 新古典推论

Nixon, Richard 理查德·尼克松

North American Free Trade Agreement(NAFTA) 北美自由贸易协定(NAFTA)

P

Peregrine Investment Holdings 百富勤投资控股公司

Peron, Juan 朱安·庇隆

Perot, Ross 罗斯·佩罗

peso, Argentinian 阿根廷比索

peso, Mexican 墨西哥比索

Philippines 菲律宾

Pinochet, Augusto 奥古斯都·皮诺切特

Poland 波兰

Potemkin, Grigori Aleksandrovich 亚历山大诺维奇·格列高里·波将金

Pound, British 英镑

Q

Quantum Fund 量子基金

R

Regan, Ronald 罗纳德·里根

real, Brazilian 巴西雷亚尔

recession 衰退

ringgit, Mayaysian 马来西亚林吉特

Robertson, Julian 朱利安·罗伯特森

Rostow, Walt Whitman 瓦尔特·威特曼·罗斯托

ruble, Russian 俄罗斯卢布

Russia, Imperial 俄罗斯帝国

S

Sachs, Jeffrey 杰弗里·萨克斯

Salinas de Gortari, Carlos 卡罗斯·萨利纳斯

Samuelson, Paul 保罗·萨缪尔森

Schumpeter, Josehp 约瑟夫·熊彼特

Schwartz, Peter 彼得·舒尔茨

Serra Puche Jaime 杰姆·萨拉·普彻

"short" positions 卖空

Singapore 新加坡

socialism 社会主义

Solow, Robert 罗伯特·索罗

Soros, George 乔治·索罗斯

Republic of South Africa 南非共和国

Soviet Union (前)苏联
Stalin, Joseph 约瑟夫·斯大林
stoch market crash of 1929 1929年股市崩溃
stock market crach of 1987 1987 年股市崩溃
Suharto 苏哈托
summers, Lawrence 劳伦斯·萨默斯
supply-side economics 供给经济学
Sweden 瑞典
Sweeney, Joan 琼·斯威尼
Sweeney, Richard 理查德·斯威尼

T

Taiwan 台湾
A Tale of Two Cities, (Young) (杨)"双城记"
technical efficiency change 技术效率变化
technology 技术
tequila crisis 龙舌兰危机
Thailand 泰国
Third World 第三世界
Tiger Fund 老虎基金
Time 《时代》周刊
total factor productivity(TFP) 全员要素生产率(TFP)
Treasury Department, U. S. 美国财政部
Tsang, Donald 曾荫权

Turkey 上耳其

The Tyranny of Numbers, (Young) （杨）《数字的严酷》

U

United States 美 国

V

Vogel, Ezra 傅高义

W

washington consensus 华盛顿共识

Weber, Max 马克斯·韦伯

Wired 《触电》杂志

Woodstock conference 伍德斯道克会议

World Bank 世界银行

World Cmpetitiveness Report of 1994 1994 年世界竞争力报告

The World Financial Crisis 《世界金融危机》

World War II 第二次世界大战

Y

Yeltsin, Boris 鲍利斯·叶利钦

yen, Japanses 日元

Yom Kippru War of 1973　1973 年阿以战争
Young, Alwyn　阿尔温·杨
Yuan, Chinese　人民币元
Zedillo, Ernesto　恩斯托·扎迭罗

The Return of Depression Economics

Copyright © 1999 by Paul Krugman

Chinese(Simplified) Characters: Trade Paperback Copyright ©1999
by China People's University Press
Published by Agreement with W.W. Norton & Company, Inc.
through Arts & Licensing International, Inc., USA
ALL RIGHTS RESERVED

萧条经济学的回归 /[美] 克鲁格曼著；朱文晖、王玉清译
北京：中国人民大学出版社，1999
书名原文：The Return of Depression Economics

ISBN 7-300-03193-5/F·960
Ⅰ. 萧…
Ⅱ. ①克…②朱…
Ⅲ. 萧条（经济)经济危机-研究-世界
Ⅳ. F113.7

中国版本图书馆 CIP 数据核字(1999)第 22500 号

萧条经济学的回归
[美]保罗·克鲁格曼著
朱文晖　王玉清译
黄卫平校

出版发行：中国人民大学出版社
（北京海淀路 157 号　邮编 100080）
发行部：62514146　门市部：62511369
总编室：62511242　出版部：62511239
E-mail: rendafx@public3.bta.net.cn
经销：新华书店
印刷：涿州市星河印刷厂

开本：850×1168 毫米 1/32　印张：8.5 插页 2
1999 年 8 月第 1 版　1999 年 8 月第 1 次印刷
字数：148 000

定价：18.00 元
（图书出现印装问题，本社负责调换）

译者序

五年前，当保罗·克鲁格曼（Paul Krugman）对“亚洲经济奇迹”提出疑问的时候，大部分人表示怀疑，许多学者曾经予以反驳；如今，当他提出要研究和再次探讨萧条经济学的时候，由于他过去先知先觉的分析，以及将此次东亚经济危机与1929—1933年美国的大萧条相提并论，人们已经不得不引起注意了。他指出，在过去几年中，日本、墨西哥、阿根廷、泰国、马来西亚、韩国、香港等7个经济体经历了与美国30年代大萧条极为相似的严重经济衰退，虽然世界经济作为一个整体依然在继续增长着。但是，事情可能会变得更糟糕，一连串类似事件居然在现代社会中爆发，足以使任何一个有历史触觉的人不寒而栗。

克鲁格曼被誉为凯恩斯以来文笔最好的经济学家，也是最著名的新生代经济学家之一。在本书中，他以大师的卓见，以生动的语言，以经济学的精

髓，深入浅出地将墨西哥金融危机以来世界经济的画面清晰地展现在人们面前，正如他在本书中指出的：

是什么原因造成了日本这个在 20 世纪 80 年代最具威胁、实力强劲的经济体，在近 10 年的时间出现停滞，并在最近跌入通货紧缩的旋涡中呢？少量的不动产贷款坏账，和一次拙劣的货币贬值，怎么会从泰国这样一个偏僻的小国多米诺骨牌似地传染开来，造成从印度尼西亚到韩国的崩溃？为什么在俄罗斯这样一个过去的军事大国、现时的“经济侏儒”所发生的债务拖欠，会在巴西造成经济灾难，并使美国证券市场在几个星期里出现了可怕的“冻结”现象？每一事件造成的破坏性结果，与其原因相比，都如此不成比例地扩大，资本（甚至或者是资本市场？）崩溃的危害，不再局限于那些直接受到金融危机影响的经济体。

按照克鲁格曼自己的说法，本书讨论的主题很“新”,仅是 1997 年 7 月 2 日泰国货币贬值后出现的危机。虽然危机造成的损失主要（到目前为止）集中在亚洲，但这不仅仅是亚洲的问题，而是新兴市场的问题，这些经济体创造了曾被称之为“奇迹”的骄人经济发展业绩，向世人提供过“发展模式”；世界银行曾大张旗鼓地宣传过它们的做法，“外向型”也曾经与“发展”几乎成了同一语。不幸的是，这些经济

体在一连串事件中遭受重创。这些事件远远超出了金融危机的范畴，体现为货币危机、金融危机、经济危机甚至社会危机，总之，是一场深刻的、多层次的危机，正如克鲁格曼所言，

即使金融市场平静下来后，危机对经济增长、失业和生活水平等的打击，还会持续下去。

现在的事件未必是 30 年代大萧条的严格重演，但它们却有惊人的相似之处。克鲁格曼倾向于认为，如果不采取措施，世界可能爆发新的大萧条。然而，最大的问题在于，

近期遭受的这种世界经济问题，正如我们以为自己已经学会预防的那类问题。在凯恩斯和弗里德曼以后，我们以为自己已经掌握了足够的方法，去避免大萧条的再次爆发。没有人认为这个时代经济的当务之急是过去碰到的问题。我们曾经深信不疑，我们不会再重演本世纪 20 年代和 30 年代的局面。

因此，本书的目的，不是要回顾过去几年危机发展的过程，而是要寻找危机发生的原因和机制，进而找到预防新的危机产生的方法。为了达到这个目的，必须对过去 20 年所谓的“正 统 ”经济学进行反思，

重新思考“萧条经济学”。在这种情况下，必须结合世界经济发展的最新趋势，重新考虑过去 20 年被主流经济学所扬弃的凯恩斯“需求经济学”。否则的话，按照现在的经济学潮流去制定对策，只能是缘木求鱼。克鲁格曼指出：

即使在现在，很多经济学家还认为衰退微不足道，对衰退的有关研究也是一个逐步消失的话题。符合潮流的研究应该集中在技术进步和长期发展上。当然，这些都是重要的问题，在长期中它们确实起作用。但是，也正如凯恩斯所指出的，在长期中我们都已死掉了。

克鲁格曼还指出：

与此同时，短期中的现实世界正经历一次又一次的危机，所有问题都一针见血地涉及到需求不足。日本发现，传统的货币和财政政策无法起到足够的作用。这种问题可以发生在日本，我们敢肯定欧洲经济，乃至正在膨胀的美国经济就不会陷入类似的陷阱吗？墨西哥、泰国、马来西亚、印度尼西亚、韩国、巴西，一个又一个的国家进入衰退，它们都发现传统的政策工具只会令局面更加恶化，而衰退本身至少在短期内已经抵消了过去的经济成长。因此，如何增加需求，以便充分利用经济的生产能力，已经是一个至关重要的问题了。萧条经济学又回来了。

与凯恩斯一样，克鲁格曼认为治疗萧条经济的药方极为简单。但是，简单的理论答案往往不能为决策者和大众所接受，因而也就无法转化成为合理的政策。克鲁格曼认为，正是多年以来，人们对所谓发展中国家的资金自由流动、结构性改革、财政平衡等的虚荣性追求，导致今天失业和通货紧缩的风险越来越大。他认为在今天，人们的经济生活环境发生了根本性变化，通货膨胀的治理、追求货币的可兑换性、放松外汇管制、强调惩治腐败等，都曾为世界经济的增长提供过推力。但环境的改变却要求人们在经济思维政策导向上有新的创意。脱离甚至不顾现实生活，重复类似“灵丹妙药”的经济理论政策教条，在出现紧急状况时仍相信（如美国 1929—1933 年大危机时的胡佛总统）会自然地回归，实在是犯了大忌。

毋庸讳言，从本书的内容看，克鲁格曼是一个凯恩斯主义者。对于凯恩斯主义经济政策的争论，现在仍在继续，一时之间也难以判断出孰是孰非。但是，克鲁格曼关于全球资本主义矛盾与周期性循环的视野，关于 30 年代大萧条的现实对比，却是不容置疑的。我们认为，从现实出发，结合实际发展新的经济学思维和新的经济政策，正是克鲁格曼的高明之处，这也许是反凯恩斯主义者无法攻击的地方。在本书中，克鲁格曼将自己对经济学的理解，以及对思想僵化者的批评，完整无缺地表现出来：

无论如何，令人震惊的是，那些存在严重思想僵化症的有影响的人，不仅仅是政府官员，也包括新闻记者，甚至是职业经济学家。应该说，无论从任何意义上讲，经济分析都不是一堆放之四海而皆准的教条，而应该是一种思想方法，一种可以面对日新月异的世界的工具。用旧的思想方法来玩新的游戏，正是经济分析发挥作用的关键。例如，对衰退发生的过程有了基本认识后，我们就知道如何使衰退的经济走出困境，而这是用“正常”方法所不能奏效的。但在去年，我吃惊地发现，如此众多的人们在削足适履，他们正忙于拼凑新的方法去适应旧的游戏。当失去控制的财政赤字成为问题时，那些担心财政平衡的人，突然坚持提高税收和减少开支才能真正防止衰退，因为只有这样才能恢复信心。当通货膨胀风险增加时，那些主张价格稳定的人，则声称“管理型通货膨胀”会引火烧身，因为在日本（尽管不是世界其他地方），弱势日元和更低的利率会进一步降低需求。如果这些论点是被当作非正统的政策提出的，他们肯定会被当作废话马上抛弃；然而，它们是被用来捍卫正统经济学的，而不是相反。

正如克鲁格曼的一贯作风（出语惊人），他指出，为了避免世界陷入新的大萧条，现在我们能够做的，而且也可以做到的，只是需要改变我们头脑中的

某些教条。需要对萧条经济学予以研究，这种经济学提供着经济学中的悖论——世界上存在着免费的午餐，

只要我们伸出手来，就有免费午餐，因为这时大量闲置的资源就有用武之地了。……真正短缺的不是资源，也不是美德，而是对于现实的理解与把握。

克鲁格曼还指出：

有些人认为，日本、亚洲新兴市场和巴西的问题是结构性的，不可能在短期内就解决。但我相信，通向世界繁荣的惟一重要的结构性障碍，正是那些盘踞在人们头脑中的过时的教条。

在本书中，克鲁格曼对中国的问题着墨不多。但是，克鲁格曼的见解，对了解中国经济现实问题应该有极大的帮助。今天的中国，同样面临生产能力过剩、失业率上升、通货紧缩等世界性的问题，是采用萧条经济学的方法来解决呢？还是按照所谓的“正统”经济学的方法，进一步追求财政平衡、资本自由流动、结构性改革呢？读者在读完本书后，应该会从另一个角度有所启发、有所收获。总之，本书是克鲁格曼对于东亚金融危机的个人看法，并将此次危机与

30年代大萧条相提并论，颇有经济哲学含义，但愿这次他不是先知先觉才好，希望东亚能够尽快恢复强劲的增长势头。

在翻译本书的过程中，涉及到大量的专业性和市场化术语，得到了中国人民大学经济学院院长黄卫平教授和樊素洁教授、中国人民大学出版社闻洁副编审、香港理工大学中国商业中心陈文鸿教授、香港德累斯顿·本森银行经济学家蔡志斌先生的帮助，由于译者的水平有限，书中如有不当之处，还望读者不吝指教。

朱文晖　王玉清

1999年6月

于香港理工大学

中国商业中心

作者序

回想30年代的大萧条，大多数经济学家都认为那是一场多余、而且不必要的悲剧。如果赫伯特·胡佛（Herbert Hoover）在经济衰退时不试图平衡预算；如果联邦储备银行不以牺牲国内经济为代价去捍卫金本位制；如果政府及时向受威胁的银行体系注入现金，以平息1930—1931年间发生的银行恐慌；只要上述一种假设出现，1929年的股票市场崩溃，可能仅仅是引发一场普通的衰退而已，然后很快就被遗忘了。而且，由于经济学家和决策者从中吸取了教训［现代的财政部长中没有人会同意安德鲁·梅隆(Andrew Mellon)“消灭劳动力，消灭股票，消灭农场主，消灭不动产……将腐朽的东西从体制中清除出去。”的著名建议］，没有任何迹象表明大萧条会再次爆发。

大萧条会再次爆发吗？在过去两年中，有7个经济体经历了与大萧条极为相似的严重经济衰退，它们

至今仍然生产着全球 1/4 的产品，供养着 6 亿多人口。恍如隔日，危机就像晴天霹雳般爆发了，就在危机能量聚集的时候，众多的经济学家还在预言着繁荣会持续下去；恍如隔日，常规的经济药方难以奏效，有时甚至起到相反的作用。的确，除了印度尼西亚外，无一受难者的实际产出真正下降到了大萧条时的程度；而且，尽管风暴涟漪造成的威胁，像要颠覆从南非到阿根廷的国民经济，世界经济作为一个整体依然在继续增长着。但是，事情可能会变得更糟糕，此类事件居然在现代世界爆发，足以使任何一个有历史触觉的人不寒而栗。

当然，自 20 世纪 30 年代以来，这不是第一次世界性的经济危机。以其对世界总产出的全面冲击而言，伴随着 1973 年“阿以战争”和 1979 年“伊朗革命”，以及相应爆发的两次能源危机，都要比 90 年代末期的金融危机惨烈得多。与近期这一系列事件不同，那两次能源危机直接造成了欧洲和美国的衰退。此外，个别国家和地区也遭受过痛苦的经历：最典型的是拉丁美洲，它们花了 7 年多的时间，才摆脱了 1982 年开始的债务危机。但早期的这些危机，虽然对其受害者来说很可怕，但仍不如前两年发生的危机恐怖，因为后者似乎是无缘无故地发生的。有人可能会问，为什么 1973 年后石油的实际价格翻了一番，在 1979 年之后又再次翻番；但不管石油全球性短缺

的原因是什么，短缺这一事实确实存在着，因此全球的经济衰退并不太令人惊奇。也有人可能会问：为什么外国银行愿意在 70 年代向拉美国家贷出那么多钱？为什么使用那些钱的效果又那么差？但从由此造成的“过度举债”的后果看，一个长期而痛苦的经济衰退是预料之中的。简而言之，时至今日，主要的经济危机都有其相应的原因。

但是，是什么原因造成了日本这个在 20 世纪 80 年代最具威胁、实力强劲的经济体，在近 10 年的时间出现停滞，并在最近跌入通货紧缩的旋涡中呢？少量的不动产贷款坏账，和一次拙劣的货币贬值，怎么会从泰国这样一个偏僻的小国多米诺骨牌似地传染开来，造成从印度尼西亚到韩国的崩溃？为什么在俄罗斯这样一个过去的军事大国、现时的“经济侏儒”所发生的债务拖欠，会在巴西造成经济灾难，并使美国证券市场在几个星期里出现了可怕的“冻结”现象？每一事件造成的破坏性结果，与其原因相比，都如此不成比例地扩大，资本（甚至或者是资本市场）崩溃的危害，不再局限于那些直接受到金融危机影响的经济体。

而且，世界近期遭遇的这种经济问题，正是我们以为自己已经学会预防的那类问题。在过去最糟糕的时候，像 20 年代的英国那样的大国，虽然有着稳定的政府，对长期的经济停滞和通货紧缩却可能毫无办

法；但在凯恩斯和弗里德曼以后，我们以为自己已经掌握了足够的方法，去避免类似危机的再次爆发。像 1931 年的澳大利亚那样的国家，无法掌握自己的经济命运，只能眼睁睁地看着金融危机的浪潮把自己卷走。但在今天，那些老练的银行家和政府官员（更不用说国际货币基金组织了），应该能够迅速制定出防止危机进一步发展的完整无缺的援救计划。1930—1931 年，当全国性的银行体系倒闭时，美国政府曾孤立无助；但在现代世界里，存款保险以及联邦储备银行已经准备好向受威胁的机构迅速注入现金，防止类似危机再次产生。没有人认为这个时代经济的当务之急是过去碰到的问题，如果有的话，也应该是未来可能出现的难题。我们曾经深信不疑，我们不会再重演本世纪 20 年代和 30 年代的局面。

然而，最近危机出现了。事实是 90 年代前期的日本经济，越发展越像 30 年代的经济，在过去的两年中，它已经清楚地掉进凯恩斯和其现代的继承者十分熟悉的陷阱里了。同时，亚洲的小型经济体在一夜之间从高潮跌落到谷底，它们经济的大幅度跌落，让人们直接联想到 30 年代的金融历史。后来在 1998 年，美国连续几个星期经历了经典的银行倒闭的真正威胁，只是它没有真正涉及到名为“商业银行”的机构而已。突如其来地旧事又重演了。

设想一下：如果有一种曾经引起瘟疫的细菌，人

们一直认为现代药物已经彻底制服了它，但它突然又以可以抵抗所有抗生素的形式再现了。迄今为止，只有数量有限的人受到这种新的不治之症的感染，但我们这些还没有受感染的人，绝对不会愚蠢到不努力寻找新的治疗方法的地步，我们必须在自己成为一个受害者之前，找到新的预防药物。为了达到这个目的，我们首先需要了解如此众多的经济体是如何陷入困境的。

这就是本书的目的。这是一本在危机发生过程中写出来的小书。在写作的时候，亚洲新兴市场经济似乎已经回到了不确定的稳定状态，但巴西的局面已是危在旦夕，每星期都从日本传出新的不利消息。随着时间的推移和事态的发展，今后逐渐会有更厚、更详细的书籍问世。从长期看，我们会比现时的任何人更清楚地了解我们是如何陷入困境的，了解我们如何才能防止类似困境再次发生。但是，正如凯恩斯明智地指出的，在长期中我们都死了。今天的危机是如何发生的？我们如何才能扭转乾坤并防止它扩散？这些都是需要立即回答的问题，即使我们知道 5 年或者 10 年后的答案会更清楚，即使我们知道 5 年或者 10 年后再回首今天做出的答案可能有些愚蠢。

本书讨论的主题很“新”，仅是 1997 年 7 月 2 日泰国货币贬值后出现的危机，这个现象甚至到目前还没有一个被普遍认可和接受的名字。在事件发生的

早期阶段，人们称之为“亚洲流感”、“亚洲传染病”、“泰铢症”（我自己的发明），但后来人们逐渐清楚了，虽然损失主要（到目前为止）集中在亚洲，但这不仅仅是亚洲的问题：它可以发生在执行了世界银行 1993 年称之为“具有实效的正统政策”的典范国家里；它可以发生在世界银行称之为“相当成功地创造和维持了宏观经济的稳定”的国家里；天知道谁是下一个受害者？有时候人们认为这是“新兴市场的危机”。但日本是一个相当于所有其他受害经济之和两倍大的国家，早就“新兴过”了。1998 年秋天，乔治·索罗斯出版了《世界金融危机》一书（在英国，他以《全球资本主义的危机》为书名），但这些事件远远超出金融危机的范畴，即使金融市场平静下来后，危机对实质经济的影响，如对经济增长、失业和生活水平等的打击还会持续下去。

这里，我给这次危机起了一个名字：大衰退。我称其为“衰退”而不是萧条，是因为过去两年中，尽管许多国家和地区发生了严重灾难，但在全球范围内造成的损失还是远远低于大萧条的水平（你自己可以计算一下）。但是，它值得用可怕的“大”字，因为受影响的经济无一例外地都遭遇到了半个世纪以来最严重的经济困难。对我来说，将它与大萧条相对比是完全可行的，这也令我想起马克·吐温类似的话，现在的事件未必是 30 年代事件的重演，但它们却有惊

人的相似之处。

有关本书

首先，我承认这是一本分析性的小书。在一定程度上，它主要不是讨论发生了什么事情，而是讨论事情为什么会发生。我认为，最关键的是要弄清楚危机是如何发生的，受害者是如何复苏的，以及我们如何防止它再次发生。这也意味着，与商学院里从案例中归纳出理论一样，本书的最终目的是要告诉读者如何分析这些事件。

但是，我尽量避免枯燥无味的理论表白。书中没有等式,没有难以理解的图表,(我希望)也没有晦涩难懂的行话。作为一个还算出名的经济学家，我对普通读者不懂的事情十分在行。确实，我自己和其他经济学家经常使用的这种无人能读懂的东西，它们对形成在本书中表达的思想十分重要。但是，现时世界需要的是行动，为了达致这种行动，我们必须将自己的思想转化成大部分人能够看得懂的语言，而不只是经济学博士的专利。无论如何，正规经济学中的等式和模型，更多的只是形成理论构想的方法。构想一旦形成，我们就可以抛开构造它的方法，用平实的语言表

达出来了。

由于本书的最终目标是分析性的，所以大部分写作也是叙述性的。部分原因是故事的情节，即事件发生的过程，这经常是从案例中归结出理论的最重要的线索。例如，那种认为经济危机是“实质”出了问题的观点，或者说那种认为经济危机是对过去做错的事应有的惩罚的观点，一定是从在短短几个月内同时出问题的不同经济体的偶然的共同点中总结出来的。但是，我十分清楚，故事的情节给对事件的解释提供了必要的背景，大多数人对过去 18 个月发生的事情并不十分了解。并不是每个人都可以将 1997 年 8 月马哈蒂尔首相在吉隆坡的讲话和一年以后曾荫权在香港的所作所为联系起来，本书将唤起你的记忆。

最后，在写作本书时，我努力拒绝四方面的理论误导，这些误导是我最近在讨论这些事件时经常碰到的情况。

第一，“马后炮式”的误导。看到日本和韩国经历了如此严重的经济困难后，我们开始想像自己其实早就知道它们命该如此。我们忘记了，当我们第一次听说这些典范出事时大吃一惊的情况。实际上，吃惊是完全正确的，因为到现在我们还不十分清楚事情怎么会发展到如此糟糕的地步。与“马后炮式”误导相关的是“宿命论”：我们知道日本现在的困难处境了，我们开始觉得这是不可避免的，其根源甚至可以

追溯到明治维新时期，然后我们就认为那些可以迅速解决日本问题的想法太天真了，根本不值得尝试。好了，也许这些问题不那么严重，最后可能真有一个速效疗法。最关键的问题是，这是一个经过艰苦的思考和探索之后才能够回答的问题。

第二，正如我在上面所说的，有一种认为这只是“亚洲的危机”的误导。不久前有许多权威人士，既包括西方的，也包括亚洲的，在提倡基于优越的“亚洲体制”和其后独特的“亚洲价值”之上的“亚洲奇迹”，他们确信在可预见的将来，亚洲将持续繁荣下去，而且可以不受西方经济衰退的影响。现在同样有许多权威（在很多情况下还是刚才的同一批权威！），坚持认为危机是失败的独特的亚洲体制的必然结果。但是，如果这个体制真有弥天大错的话，过去那么长时间它怎么会成功，今天又怎么会突然崩溃呢？我们又怎么可以肯定明年，或者是后年，我们体制中的隐患会不会发作，令我们自己也无法抵抗呢？实际上，我们将看到，美国经济在 1998 年秋天也到了灾难的边缘。所以，我们应该以开放的态度来分析问题，不要只简单地将过去对亚洲的崇拜颠倒过来。

第三，在某种程度上有些危险的误导，即将这个事件赋予道德的含义。没有人知道到底谁发明了“裙带资本主义”(crony capitalism)这个词，但人们都知道这是危机前亚洲的一个真实现象。不过，断言“裙

带资本主义”是危机的惟一原因，或没有任何证据地简单断言危机是对过去过失的惩罚的观点，是不成熟的，也同样有宿命论的意味。不要妄下论断，以免人家以其人之道还治其人之身，也许这种结局出现得比想像的还快。

第四，经常令经济学作者头疼的误导，特别是当涉及的话题很重要时，有一种将其过分神圣化的倾向。不是由于这个话题不重要，实际上它可能令许多人生死攸关。因为这个话题很严肃，权威们通常认为必须郑重其事：因为这是大事，必须要用严肃的词语来描述，不可以随便，也草率不得。但显然，为了更好地理解这些新奇的现象，人们必须准备好做脑力游戏。我有意使用“游戏”这个词：那些没有精灵古怪思想的神圣的学者，无论在经济学还是在其他领域，从来都提不出新思想。假设我告诉你：“日本正在遭受错误的调整带来的痛苦，因为其国家主导型的增长模式导致了结构的僵化。”好了，猜一下我说了什么，我什么也没说，至多说我感觉问题很困难，没有简单的答案，这也可能是一个完全错误的感觉。另一方面，假设我用保姆公司兴衰的故事来比喻日本的问题（实际上，在本书中要多次用到这个例子），听起来也许比较傻，这份草率也许会刺激你的自尊，但这种怪异的比喻正有它的目的：它将人们的思想引向一个新的方向，认为对至少部分日本经济问题来说，可能

有异想天开的简单方法。所以，不要期待郑重其事、神圣化的书籍，本书的目的同样严肃，但写作的方法可能因需要而显得有点傻。

谈完这些之后，让我们开始吧。我们从仅仅两年前的现实世界开始。

保罗·克鲁格曼